

DEEP INSIDE



「風神雷神図屏風」 依屋宗達

BY WILD INVESTORS

DEEP INSIDE

- | | | |
|---|----------------------------------------|-----|
| 1 | 「満期の壁(maturity wall)」が火をつけるリファイナンスの火薬庫 | 1 |
| 2 | 【再掲】投資戦略アップデート[週末]メール | 96 |
| 3 | 【再掲】投資戦略アップデート[特別]メール | 130 |

03

ワイルドインベスターズ
会員専用投資レポート
2026年03月号



「満期の壁(maturity wall)」が火をつける リファイナンスの火薬庫

2026年03月21日(土)

ワイルドインベスターズ代表 安間 伸

=====

債務の壁が 押し寄せて
リファイナンスの 危機が来る
担保抜き取り えこひいき
融資・社債は 無法地帯

債務借り換え需要が暴く融資・社債市場の暗部！
商業不動産や新興国も巻き込んで信用収縮の輪は拡大するばかり

=====

文章内のリンクに飛んだとき、ブラウザによっては「戻る」ボタンを押しても元の文章に戻らずレポート最初のページに戻ってしまうことがあります。そのような場合はリンクの上で右クリックをして「リンクを新しいタブで開く」を選択すると、別タブが開いてリンク先を読むことができます。青文字アンダーラインがなくても飛べるリンクがありますのでお試しください。

「目次のページ番号」や文章内の「図表番号」「章の番号やタイトル」などは原則的に「相互参照」となっており、クリックすると青文字アンダーラインでなくてもそのリンク先に飛ぶようになっています。参照したい場合はお試しください（ただし相互参照になっていない場合もあります）。

レポートの後ろにすでに送信した会員さん向けメールを収録しています。「【再掲】投資戦略アップデート」の章で、[週末][特別]の2つに分かれています。これらにより時系列として何が起こったのかを後から振り返ることができます。メールで送った内容ですから、覚えている方は基本的に読む必要はありません。ただし読んだけれども忘れてしまった方や、途中から入会した方などはもう一度読んでいただくと話がわかりやすくなると思います。

目次

概要.....	4
1. 先月の市況：「SaaSの死」で大型グロス売り込まれ、代わりに他が強かった.....	7
2. 先月（2026年02月）のパフォーマンス.....	10
【累積パフォーマンスとベンチマーク比較】.....	12
3. 02月CPI、低位安定だがイラン攻撃後のエネルギー高騰が気になり.....	14
4. 米輸入物価横ばい。輸出物価高止まりで利ザヤ維持を示す.....	18
5. イスラエル・米国のイラン奇襲攻撃でエネルギー価格急騰.....	22
6. FOMC後に年内利下げ予想消失.....	24
7. 長期金利やや上昇だがエネルギー高騰長期化まで見込んでいない.....	26
8. 日米2年実質金利差縮小もエネルギー高騰で逆にドル高進む.....	28
9. 通貨は米ドル含む資源国高く、それ以外は安い.....	32
10. ISM指数、製造業と非製造業が両輪となり経済拡大.....	34
11. やはりセクターローテーション終わり、新興国売られる.....	36
12. 業種や大中小のリバーサルが一服.....	40
13. エコノミック・サプライズ指数、「経済指標が思ったより悪くない」.....	45
14. 素材の収益も伸び「情報技術の一本足打法」ではなくなった.....	46
15. 債務延滞率急低下もデフォルト予備軍が増加中.....	50
16. いつもならそろそろ買い準備だが、今回は調整大きいと見て慎重に構える.....	54
17. 「質への逃避」の初動か？マグニフィセント7占有率下げ止まり.....	56
18. 信用収縮を加速させる「満期の壁（maturity wall）」.....	60
19. 負債管理取引（LMT）＝債権者間の暴力で他の債権者に損失を押し付ける.....	63
20. 銭形「第二のサブプライムローンか？『満期の壁』を追ってて、とんでもないものを見つけてしまった！」.....	69
21. 担保が…ないツツツ！（投資戦略で考慮すべきこと）.....	72
22. インドネシアにも「満期の壁」と「リファイナンス危機」.....	73
23. 東南アジアで「オイルショック」！1997-1998年アジア・ロシア危機の再来か？.....	79
24. 商業不動産融資、条件変更（モディフィケーション）で統計上の延滞逃れ.....	80
25. 新たに新興国・商業不動産などでも小さなバブル（フロス）破裂気配.....	83
26. 低い確率ながら「第三次世界大戦が信用収縮を吹き飛ばす」戦争特需シナリオ新登場.....	86
27. まとめ：「満期の壁(maturity wall)」が火をつける債務の火薬庫.....	87
28. 【再掲】投資戦略アップデート[週末]メール.....	96
(20260223)PCE コア価格上昇も米景気スローダウン気配。関税は景気低迷・低インフレ・失業招く。プライベートクレジット市場にも危険信号。.....	96
(20260228)エヌビディア、好決算で売られる危険信号。ビッグテック4社は貢いで急速に財政悪化。英MFSの二重担保も金融システム揺るがす。.....	106
(20260308)確率低いが新たに「戦争特需シナリオ」追加。エネルギーと金利上昇は株価上昇の末期。ISM製造業復活気配は吉か凶か。.....	114
(20260315)エネルギー・素材強く金融弱いのは景気終盤。プライベートクレジット、信用収縮拡大気配。しかし日本の金融機関は投資意欲マンマン。.....	122
29. 【再掲】投資戦略アップデート[特別]メール 今回から省略します.....	130

概要

今月の「バブル崩壊の危険信号チェックシート」はこちらです。

03月もそれなりの末期症状が追加されました。

どんどん長くなって後半は全く整理できていないので、1枚目の「1. 前月からの追加分」だけ確認していただければと思います。

これまでの記事をじっくり味わいたい方は「3. バブル崩壊の危険信号チェックシート累積」をご覧ください。

<https://wildinvestors.com/member/all-mem/strategy-update-sp/5769.html>

- 実際に生成 AI などを使っていると、**今回の AI 革命が「ドットコムバブル」「産業革命」をはるかに凌駕する変化**であると考えようになった。ニュースでは巨額投資を回収できるかが疑問視され**設備投資チキンレース**に翳りが見え始めているが、将来的には**巨大な社会インフラとして投資に見合う利益を上げるだろう**と考える。おそらくあらゆる国やセクターで AI 半導体関連の立ち直りが最も早いと予測する。
- ただし短期的には世界的な株価調整を予測している。これまでは様々な分野で**フロス(小さなバブル)が局所的に発生**していた。しかし銀・仮想通貨・プライベートクレジットなど、それらのうちいくつかはすでに崩壊している。さらに**満期の壁(maturity wall)**という要因が加わり、**商業不動産(CRE)や新興国にも局所的バブル崩壊が広がり**つつある。
- 同時に**負債管理取引(LMT)**によって**米融資・社債市場は無法地帯**になりつつある。強力なコネや政治力を持たない投資家は**米国債以外の債券ファンドを買ってはならない**。
- しかしイスラエルと米国の**イラン攻撃**がこじれる可能性が残っており、「第三次世界大戦が信用収縮を吹き飛ばす」戦争特需シナリオを新しく登場させた。このシナリオ確率は5%とする。既存の「2022 年型バリュー株の逆襲シナリオ」は+10%で25%へ、**それ以上の下落に見舞われるメインシナリオ「信用収縮拡大」**は確率を15%下げて75%とする。

■ 今後の相場展開：3つの確率推計シナリオ

(確率 5% 新登場) 戦争特需でインフレ昂進し名目的な株価上昇

(確率 25% 先回比+10%) 2-3割の下落。2022年型バリュー逆襲

(確率 70% 先回比-15%) それ以上の下落。信用収縮拡大

【銀・仮想通貨・プライベートクレジットなど、小さなバブル（フロス）のうちいくつかはすでに崩壊】

しかし半導体（製造装置）が好調なのは極めて例外的で、銀・仮想通貨・プライベートクレジットなど、**小さなバブル(フロス)**のうちいくつかはすでに崩壊しました。消費の二極化も進み、銘柄・セクター・国別指数の動きが大きく異なるようになっていきます。これも**バブル末期を示す兆候**です。

【満期の壁(maturity wall)がもたらすリファイナンス危機】

さらにコロナ期の低金利で巨額の借入れが満期を迎え、借り換え（リファイナンス）の需要がここから2-3年でピークを迎えます（**満期の壁(maturity wall)**）。借り換えができないと最悪倒産です。仮に借り換えられたとしても金利が相当高くなっており、業績悪化要因となります。同様の事情が商業不動産(CRE)や新興国にも見られ、上記の市場に加えて**小さなバブル(フロス)破裂**の列に並びます。まさにこれは**信用収縮の輪が拡大するパターン**です。

【負債管理取引（LMT）によって米融資・債券市場は無法地帯に】

さらに当時は借り手に非常に有利な条件で借入れができたため、**負債管理取引(LMT)**によって他の債権者に損失を押し付ける行為が横行しています。担保があって保護されているからと油断していると担保がどこかへ持っていかれたり、同格だったはずの既存の債権者のうち一部だけ優先的に弁済され他には払戻しできなかったりします。**今の米国では国債以外の債券(社債)投資や融資は無法地帯**であり、特に格付けを信じて社債やプライベートクレジットに投資をしているファンドが一方向的に損を押し付けられるでしょう。強力なコネや政治力を持たない投資家は**米国債以外の債券ファンドを買ってはなりません**。そんなことをされるぐらいなら、**米国株に分散投資した方がはるかにマシ**です。

【反米諸国は米ドルスワップを受けられず、いずれ連鎖破綻で爆死する】

世界史上最大級の中国不動産バブル崩壊により西側経済が破綻することはないでしょうが、その代わり政治的・軍事的混乱は大きくなると考えています。

トランプ関税によって中国やその親密国は西側経済の恩恵を受けることができなくなり、時間が経つにつれて厳しくなると考えます。特に資本蓄積が薄い新興国は危険な状態にあり、1997-98年のような「新興国連鎖破綻を契機とした**世界的信用収縮**はいつでもあり得る」と覚悟しています。その時になって彼らは、「**新興国危機では米国との通貨スワップが命綱になる**」ことを思い出すでしょう。中国の支配下になっても国民の生活は苦しくなるばかりですので、次々に米国側に寝返ると想定しています。

【三大潮流シナリオ】

ワイルドインベスターズの三大潮流

1. ドットコムバブル型の米株上昇
2. 途中で新興国クラッシュ
3. 再ブロック化

先月と比較すると弊社の「**三大潮流シナリオ**」のうち「**(1)ドットコムバブル型の米株上昇パターン**」は弱くなり、信用収縮の可能性が高まってきました。「**(2)新興国クラッシュ**」は「満期の壁」により、1997-98年型のアジア・ロシア危機の再燃がありえます。「**(3)再ブロック化**」は関税戦争1年休戦にもかかわらず加速中。米欧の中国排除政策と中国の「**鎖国・囲い込み政策**」の両輪で、お互いの企業を追い出しながら「**戦時経済色**」をさらに強めてゆくと考えます。

【チョークポイントを巡る争い】

国際情勢としてはイスラエルと米国がイラン攻撃に踏み切り、国際的な緊張が高まっています。米同盟国はややこしいこの地域の争いに巻き込まれたくないため及び腰。しかし原油をその地域に頼っている以上、トランプ政権に協力して**平和維持活動に参加することになる**と予測します。

イラン革命防衛隊としては表向きの戦力ではかきませんが、ゲリラ・テロ・ドローン攻撃などで抵抗を続けるでしょう。しかしイラン国内では**1月のデモ虐殺**により今回の攻撃を歓迎する人々も少なくなく、抵抗も下火になるのではないかと思います。

一方で中国としては米軍が中東の泥沼に嵌るのは大歓迎。それだけ西太平洋の兵力が削られ、台湾や日本の領土を攻め取りやすくなります。G7が原油備蓄を放出したことも好都合。ただし中国もエネルギー純輸入国であるため、**ホルムズ海峡危機**は痛しかゆしです。

過去50年に米英は海上交易で重要な**チョークポイント**を中国は奪われていきましたが、トランプ大統領もその問題を良く理解しているようです。しかし「**パナマ運河奪還**」は中国政府の横槍でやや難航。グリーンランドやスエズ運河など他のチョークポイント確保も上記の理由により遅れている感じです。また英国が**チャゴス諸島とディエゴ・ガルシア米軍基地**をモーリシャスに返還する動きがあり、それは実質的にインド洋の要衝を中国に引き渡すこととなります。トランプ政権はこれを「大いなる愚行」と非難し、その審議はストップしました。しかし**油断するとすぐ海洋覇権を米英から中国に引き渡そうとする動きが出てきます**。

【第三次世界大戦と各国の動向】

第三次世界大戦はすでに始まっています。欧州はイタリア以外まだ**ポリコレ反トランプ路線**を脱し切れていませんが、選挙結果を見ると**反グローバルイゼーション政党**が期待を集めています。また日本では**高市首相が選挙で歴史的な大勝を収め**、親中勢力との全面戦争を優位に進めています。それでも米軍が中東に兵力を割くのは日本・台湾・韓国にとって大きなリスク。中国が仕掛けるとすれば大きなチャンスであることは確かです。

【まとめ】

米株は比較的わかりやすい天井のサインを発しています。二極化のリバーサルで値上がり銘柄数戸を増えています。株式市場からは資金が逃げ出している気配です。こんなとき投資家は「あの分野はまだ上がっている」「あの銘柄だけは大丈夫だ」と言いながら、**より安全な投資へと追い立てられて**

行きます。そして次第にそのような分野や銘柄数は減ってゆくのです。

弊社は

「様々な分野で信用収縮が広がり、 米株にもその波が押し寄せつつある」

と判断。

米株を減らして米国債 ETF を増やす

と方針を変更しました。

バブル末期の強烈な上昇もあり得ますが、それにはあまりこだわらず資産防衛を主眼にします。

1. 先月の市況：「SaaS の死」で大型グロース売り込まれ、代わりに他が強かった

2026年02月のSP500米国株指数も引き続き **AI 業種御三家** など大型グロース株が売られ、バリュー株や中小型株が買われる **二極化のリバーサル** でした。アンソロピックが AI 法務業務自動化ツールなどを発表したことからソフトウェアがさらに売り込まれ、「ソフトウェア・アズ・ア・サービス株の黙示録 (**SaaS アポカリプス**)」などと呼ばれました。また AI への設備投資を回収できるのかとの疑念が生まれ、**ハイパースケイラー** やハードウェア関連も売られました。金融も仲介業の収益が下がる可能性やプライベートクレジットなど **信用リスク** 懸念によって下落。米株はマイナスになったものの日英など他の先進国が強かったため MSCI ワールド指数は円ベースで+1.60%と10か月続伸。一方で **DRAM・カスタム AI チップ・CoWoS** など半導体関連がブチ上げたため、韓国 (+23.42%) や台湾 (+12.19%) 株が引き続き上昇。おかげで MSCI 新興国株指数も円ベースで+6.39%と強かったです。これにより株価全体が上昇しながら米 SP500 指数が新興国株指数よりも弱い「**ブル逆流**」となりました。エヌビディアなどから半導体を買って漁っているビッグテックの **フリーキャッシュフローが急減** し、債券を発行してまで **設備投資チキンレース** を続けています。この **循環的取引** は少し翳りが出るだけで、株価が大きな調整をする危険な状態です。また **金属・仮想通貨・ソフトウェア** などの一部ではすでに **小さなバブル(フロス)** が崩壊し、一部 **プライベートクレジット商品** が回収不能になってきました。弊社はここから先の株式投資はリターンよりもリスクが大きくなると考え、**株式への資産配分を減らして米債 ETF 中心のポートフォリオに転換** しました。ひとまずリスクを落とし、「**2022年バリュー株の逆襲**」並みの下落で済むのかそれ以上の信用収縮に進むのか見極めてゆきます。

図表 1 は主要株価指数と通貨のパフォーマンスです。まず右側の「為替」の列を見ると円に対して米ドルは-1.21%と5か月ぶり反落。ユーロは-0.34%、英ポンドは+0.37%と **総じて円高** でした。

真ん中の列は現地通貨ベースの主要株式指数リターンです。米 SP500 指数が+1.37%と反発。米 NASDAQ100 指数はそれより控えめな+1.20%でした。日本株は高市首相が解散に踏み切り、高市自民大勝の調査結果が出たことを好感し東証株価指数 TOPIX は+4.62%と上昇、**AI 指数と化した日経**は半導体関連が変われたことも加わって+5.93%とそれを上回る上げでした。MSCI ワールド株価指数はドルベースで+2.26%と 8 か月続伸。半導体関連がさらに続伸したため主要新興国では韓国や台湾の上昇が続き、ドルベースで+8.86%と先進国を大きく上回りました。

一番左は株価と通貨を合わせた「円ベース JPY 収益」です。MSCI ワールド株価指数は+1.02%と引き続き上昇。米 SP500 指数はドル円下落に削られて+0.14 %に留まりました。MSCI 新興国指数はドル円下落に削られても+7.55%。これにより米株が新興国株に対して弱い「**ブル逆流**」が続き、仮にこの 1 か月ずっと「米 SP500 買い+新興国売り」の**本流ポジション**を持ちっぱなしにしていれば約-7.41%と大きく損をした計算になります。

図表 1 は主要株価指数と通貨のパフォーマンスです。まず右側の「為替」の列を見ると円に対して米ドルは+0.83%と反発。ユーロは+0.54%、英ポンドは-0.67%と総じて円安でした。

真ん中の列は現地通貨ベースの主要株式指数リターンです。米 SP500 指数が-0.87%と下げ、米 NASDAQ100 指数はそれより弱い-2.32%でした。日本株は高市首相が衆院選で大勝したことから東証株価指数 TOPIX は+10.44%とブチ上げ、AI 指数と化した日経もほぼ同水準の+10.37%でした。MSCI ワールド株価指数はドルベースで+0.76%と 9 か月続伸。半導体関連がさらに続伸したため主要新興国では韓国や台湾の上昇が続き、ドルベースで+5.51%と先進国を大きく上回りました。

一番左は株価と通貨を合わせた「円ベース JPY 収益」です。MSCI ワールド株価指数は+1.60%と引き続き上昇。米 SP500 指数はドル円上昇でマイナスを挽回して-0.04%と軽微な損失で済みました。MSCI 新興国指数はドル円上昇が加わって+6.39%。これにより米株が新興国株に対して弱い「ブル逆流」が続き、仮にこの 1 か月ずっと「米 SP500 買い+新興国売り」の本流ポジションを持ちっぱなしにしていれば約-6.43%と大きく損をした計算になります。

図表 1 2026年02月のパフォーマンス（株価指数・円ベース）

	JPY収益	現地通貨	通貨	株価指数
通貨はドル円上昇。	1.60%	0.76%	0.83%	世界MSCI WORLD GR
「米株買い+新興国売り」で約-6.43%と大損。	6.39%	5.51%	0.83%	新興国EM
	-0.04%	-0.87%	0.83%	米SP500指数
米NASDAQ100は米SP500を約1.46%ポイント下回った。	-1.50%	-2.32%	0.83%	米NASDAQ100指数
	2.09%	1.25%	0.83%	米SOX半導体指数
日経はTOPIXを0.07%ポイント下回った。	10.44%	10.44%	0.00%	東証TOPIX
	10.37%	10.37%	0.00%	NIKKEI 225 INDEX
新興国株は韓国・台湾がさらにブチ上げ、上昇をリードした。	3.59%	3.04%	0.54%	独DAX GR EUR/d
	6.01%	6.72%	-0.67%	英FTSE 100 EOD IDX
	3.23%	2.68%	0.54%	スペイン2123866783/d
	-2.07%	-2.76%	0.71%	香港恒生指数/d
	3.32%	1.09%	2.20%	上海SSE COMPOSITE/d
	7.56%	4.09%	3.33%	ブラジルBVSP BOVESPA I/d
	0.96%	-0.56%	1.53%	インドNIFTY 50/d
	12.19%	10.45%	1.58%	台湾加権指数TAIWAN WEIGHT
	23.42%	21.46%	1.61%	韓国KOSPI 200 INDEX
	6.89%	3.72%	3.06%	豪S&P/ASX 200
	9.39%	8.49%	0.83%	金スポット
	3.63%	2.78%	0.83%	WTI原油先物期近
	4.17%	3.31%	0.83%	米国10年債リターン

図表 2 は米国のセクターパフォーマンスです。景気敏感セクターは「AI 業種御三家」のコミュニケーションサービス・情報技術・一般消費財などが高値警戒から売られ、またプライベートクレジット懸念から金融も下げました。しかしその分他のセクターに資金が回る形となり、素材・資本財やエネルギーも大きく上げました。金利敏感セクターは金利低下やバリュー株への資金回帰でこちらも強かったです。

図表 2 2026年02月の米国セクターパフォーマンス

	JPY収益	現地通貨	通貨	米SP500業種指数(配当込)
原油反発でエネルギーブチ上げ。	-2.91%	-3.72%	0.83%	金融
金利敏感セクターは長期金利が低下。バリューへの資金回帰で強い	-3.11%	-3.91%	0.83%	情報技術
	10.35%	9.43%	0.83%	エネルギー
景気敏感セクターでは「AI 業種御三家」が高値警戒感から売られた。	8.01%	7.12%	0.83%	資本財
	4.40%	3.54%	0.83%	ヘルスケア
	8.84%	7.94%	0.83%	必需品
	-4.59%	-5.38%	0.83%	一般消費財
	11.27%	10.35%	0.83%	公益
	9.29%	8.38%	0.83%	素材
	-4.34%	-5.14%	0.83%	コミュニケーション
	7.24%	6.35%	0.83%	不動産

図表 3 は米国の「バリュー・グロース」「大型・中型・小型」のセグメントを分けた現地通貨ベース

のパフォーマンスです。大型グロースが下げる代わりにバリューや中小型グロースに資金が流れ込み、セクターローテーションが起きて二極化のリバーサルが進みました。しかし一方で、プライベートクレジット懸念から小型株の上昇に陰りが見え始めていました。

図表 3 2026年02月の米国バリュー・グロースパフォーマンス

CRSP米国株(配当込みトータルリターン)			
現地通貨ベース			
	総合	バリュー	グロース
総合	-0.53%		
大型	-0.96%	3.78%	-4.22%
中型	3.36%	5.13%	0.74%
小型	2.74%	3.03%	2.35%

2. 先月（2026年02月）のパフォーマンス

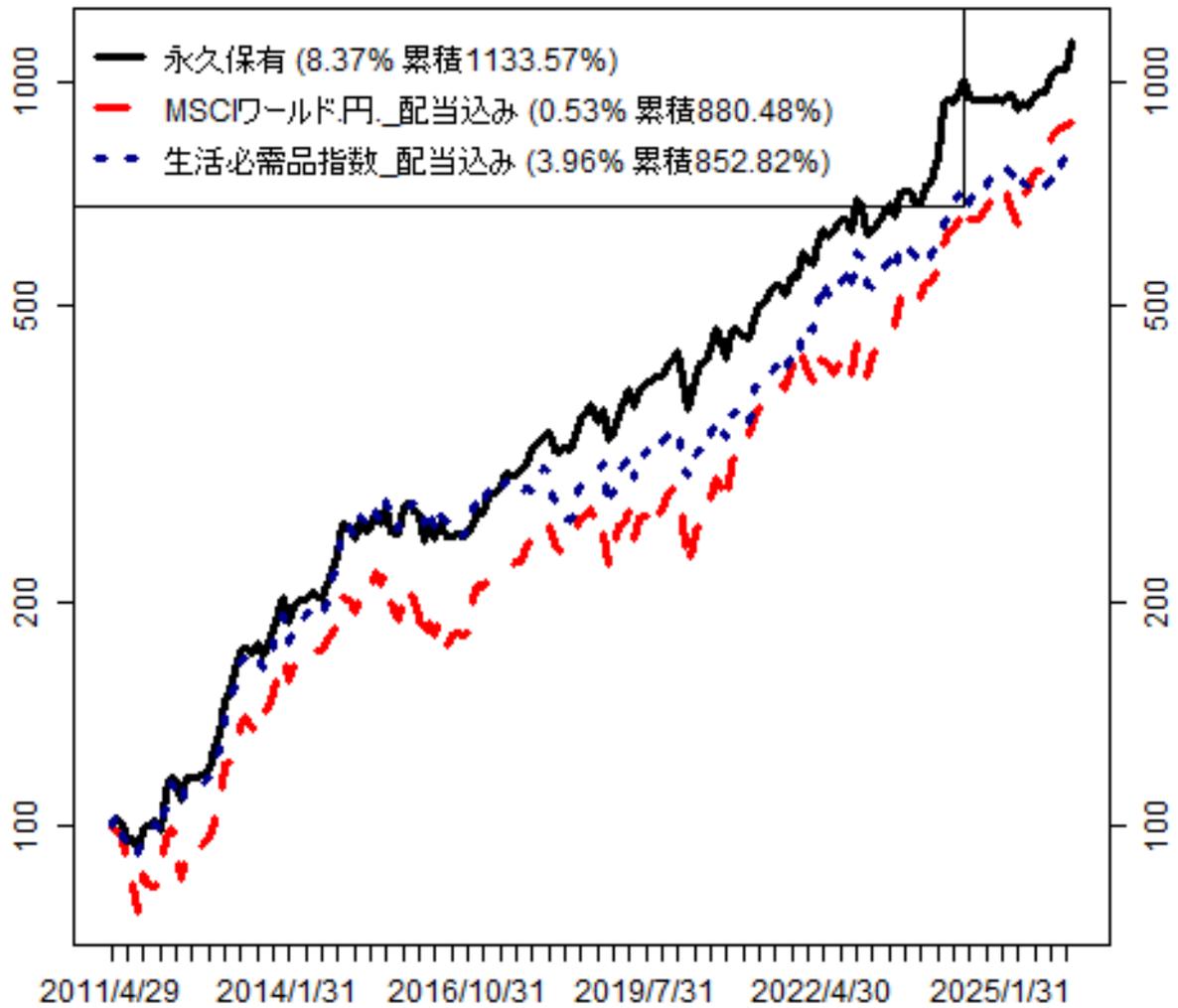
- 「永久保有」は+8.37%（対指数-0.47%P）。グロース株損切りでビハインド食うも必需品銘柄強く必需品指数にやや劣後で凌ぐ。
- 「グローバルマクロ」は+8.76%（対指数+7.16%P）。必需品指数はMSCIワールド指数に+7.24%ポイントと指数勝ち。永久保有部分は必需品指数に-0.41%ポイントと指数に劣後。ロング・ショートは+0.32%ポイントでトータル大幅優越。
- 「個別銘柄」は+0.70%（対指数-0.90%P）。グロース株損切りでビハインドも金利低下で債券ETFがかなり穴埋め。

収益率	指数	差	投資戦略
+8.37%	+8.84%	-0.47%	永久保有
+8.76%	+1.60%	+7.16%	グローバルマクロ
+0.70%	+1.60%	-0.90%	個別銘柄
円基準	現地	通貨	指数
+1.60%	+0.76%	+0.83%	MSCIワールド指数(*)
+6.39%	+5.51%	+0.83%	MSCI新興国指数(*)
-0.04%	-0.87%	+0.83%	米S&P 500指数
-1.50%	-2.32%	+0.83%	米NASDAQ100指数
+2.09%	+1.25%	+0.83%	米SOX半導体指数
+10.44%	+10.44%	+0.00%	東証株価指数TOPIX
+10.37%	+10.37%	+0.00%	日経平均
+8.84%	+7.94%	+0.83%	米国生活必需品指数(*)
-3.11%	-3.91%	+0.83%	情報技術(*)
-4.59%	-5.38%	+0.83%	一般消費財(*)
-4.34%	-5.14%	+0.83%	コミュニケーション(*)
-6.43%	-6.38%		「本流」ポジション(SP500買い、新興国売り)
-7.24%	-7.18%		MSCIワールド指数-必需品指数
【参考】(*)印は配当込みの指数です			

【累積パフォーマンスとベンチマーク比較】

2011年5月からスタートした永久保有ポートフォリオのパフォーマンス

永久保有ポートフォリオ



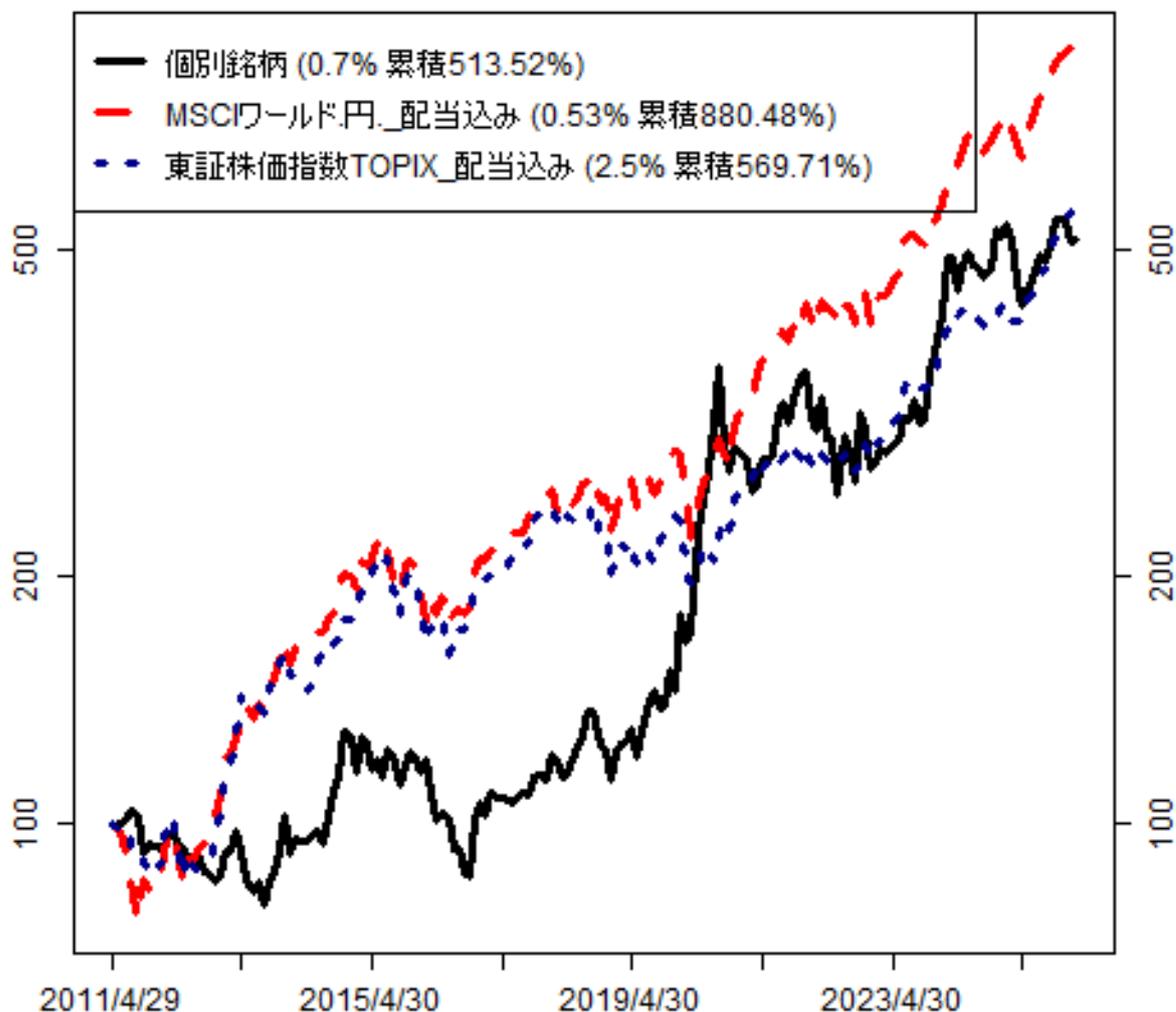
作成:wildinvestors.com, データ元:トムソンロイター, 最終日:2026/2/28

グローバルマクロ(過去から引き継ぎ)



作成: wildinvestors.com, データ元: トムソンロイター, 最終日: 2026/2/28

個別銘柄ポートフォリオ



作成: wildinvestors.com, データ元: トムソンロイター, 最終日: 2026/2/28

3. 02月CPI、低位安定だがイラン攻撃後のエネルギー高騰が気がかり

CPIは予想通りで前月より鈍化しました。世界的にインフレ率は落ち着いています。しかしこれはイラン攻撃が激化する前なので、「ここから先」が心配されています。

=====

米CPIコア指数の伸び鈍化、対イラン戦争前—足元はインフレ懸念再燃

■ 2026年2月 米消費者物価指数 (CPI)

【主要指標】	【数値/結果】	【前回/予想との比較】
コア CPI (前月比)	0.2%	予想(0.2%)一致/前回(0.3%)から減速
コア CPI (前年同月比)	2.5%	予想(2.5%)一致/約5年ぶりの低水準
総合 CPI (前月比)	0.3%	予想(0.3%)一致/前回(0.2%)から加速
総合 CPI (前年同月比)	2.4%	予想(2.4%)一致
住居費 (前月比)	0.1%	5年ぶりの低い伸び
スーパーコア (前月比)	0.4%	前回から鈍化も依然高水準

■ 概況と今後の展望

・2月のコア CPI は前月比 0.2%に減速し、イランとの紛争開始前までは物価圧力が着実に緩和していたことが示された。中古車や保険の価格低下に加え、住居費の伸びが抑制されたことが寄与。

・一方で、対イラン軍事行動に伴う原油・ガソリン・肥料価格の急騰により、次月以降のインフレ再燃が確実視されている。市場では年内の早期利下げ観測が後退し、金利据え置き長期化が意識されている。

■ 分析：戦時インフレへの転換点と「負の供給ショック」

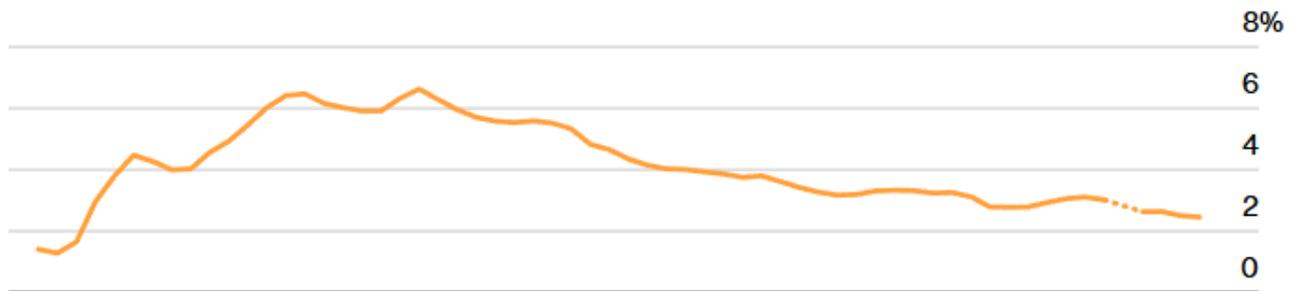
本統計は、米経済が「正常化によるデフレ圧力的局面」から「地政学リスクによる供給ショック局面」へ移行する直前のスナップショットである。2月までは関税影響の薄れや住居費の沈静化によりインフレ収束の道筋が見えていたが、対イラン開戦がこのシナリオを破壊した。

ガソリン価格が短時間で約 20% (2.98 ドル→3.58 ドル) 急騰している事実は、輸送コストを通じて食品や広範な財に波及する「二次的影響」を不可避にする。FRB は労働市場の脆弱性に配慮しつつも、エネルギー発のコストプッシュ・インフレに対し、より長く高い金利 (Higher for Longer) を維持せざるを得ない苦境に立たされている。

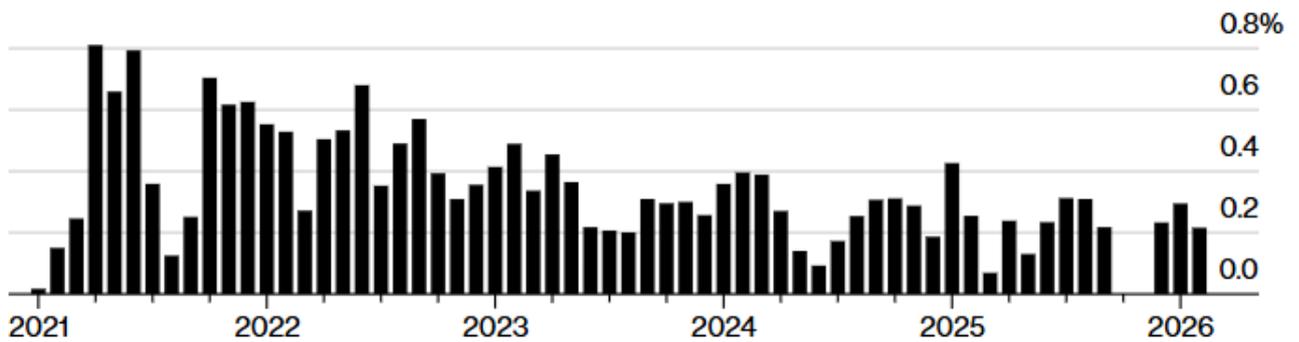
米CPIコア指数、前年同月比では2021年以来の低い伸び

前月比では伸び原則

Change in consumer price index ex-food, energy (YoY)



Change in core CPI (MoM)

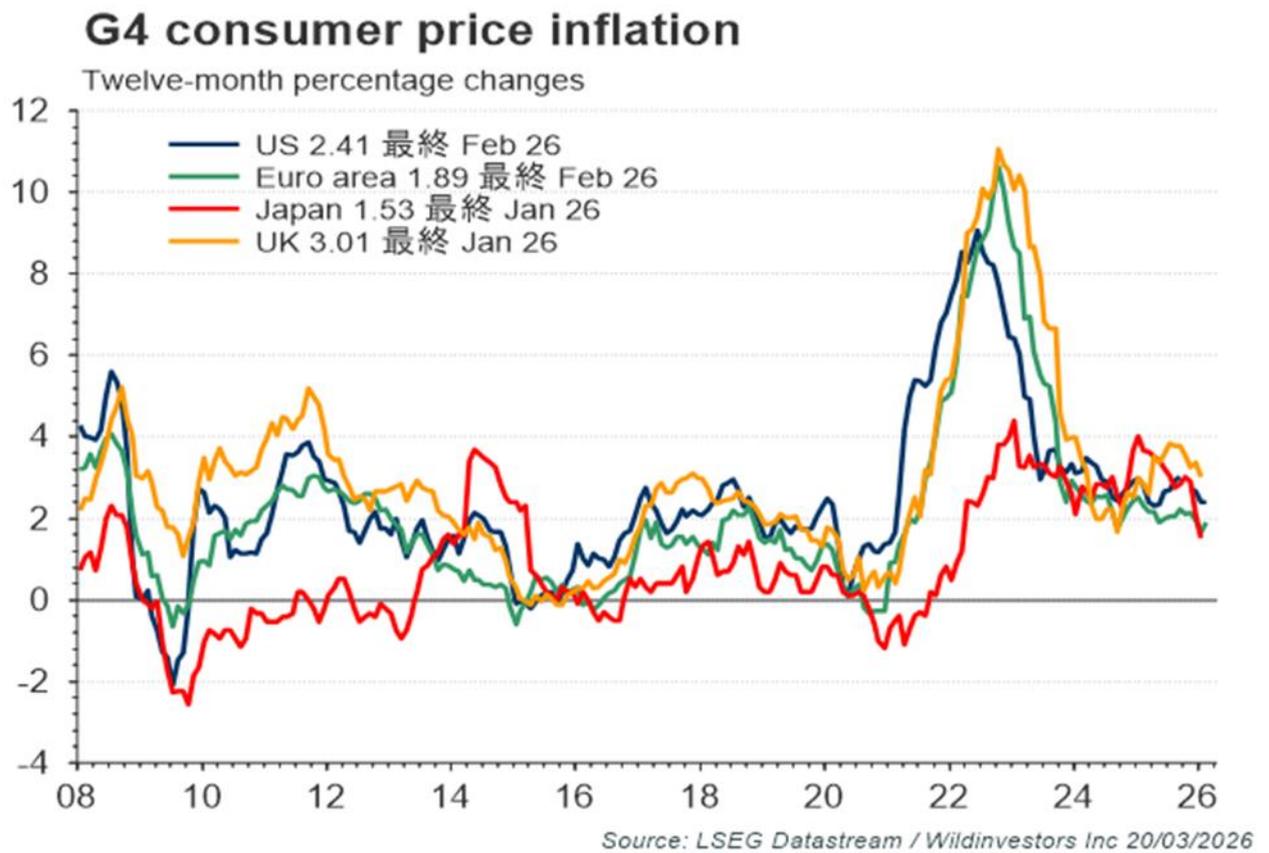


Note: 2025年10月と11月の月間消費者物価指数（CPI）変化率は、政府閉鎖により入手されていない
出所：米労働統計局（BLS）

=====

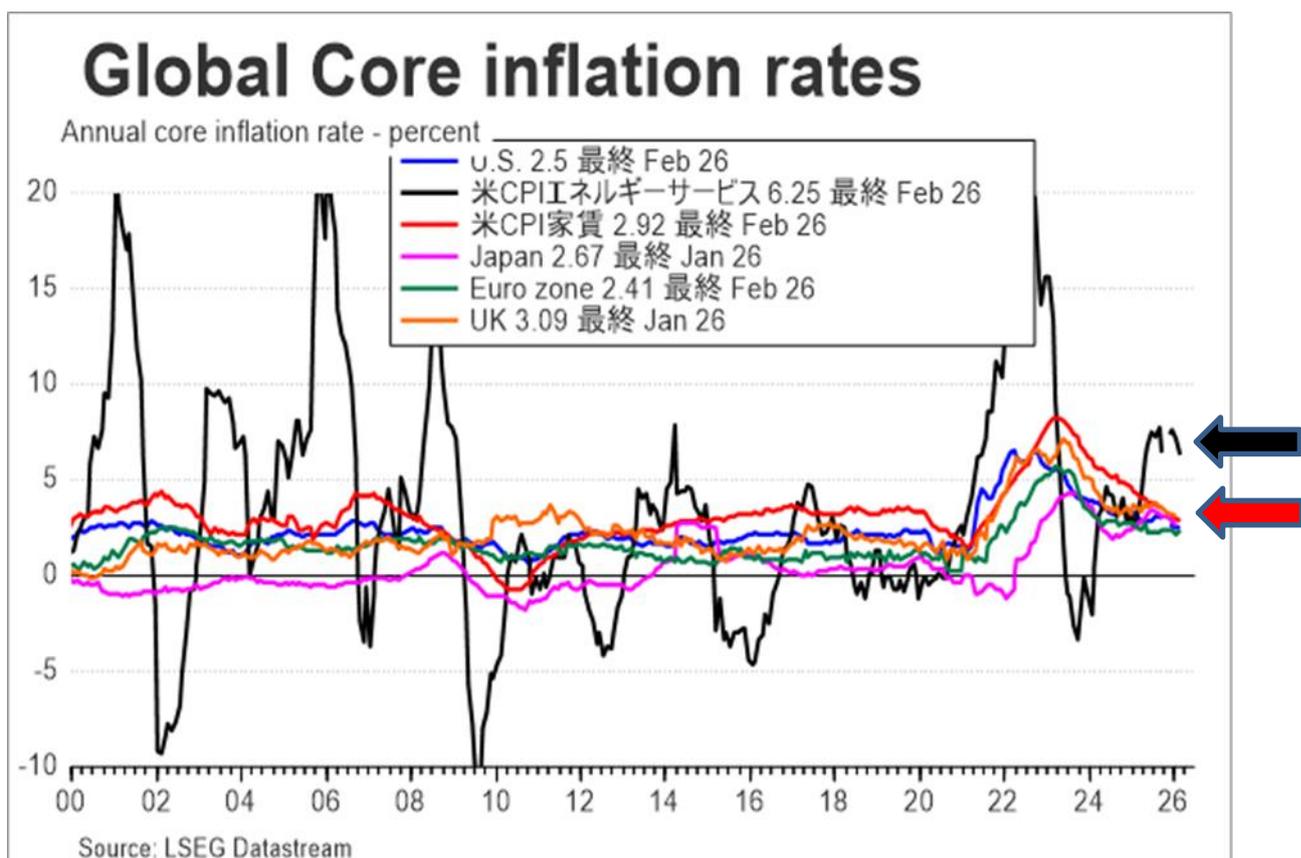
主要国のインフレ（総合 CPI）を前年比で見ると**米国**・**ユーロ圏**はわずかに上昇ながら前月に続いて低位安定です（**図表 4**）。**日本**・**英国**はまだ1月の数字で更新されていません。

図表 4 主要国インフレ



コアインフレ率前年比もほぼ変わらず、**米国**は+2.5%のままでした（**図表 5**）。**ユーロ圏**は若干上昇。**日本・英国**はまだ更新されていません。**「米 CPI 家賃」とエネルギーサービス**もジリジリ下げてはいますが、「アフォーダビリティ」改善に寄与するでしょうか。

図表 5 主要国コアインフレ

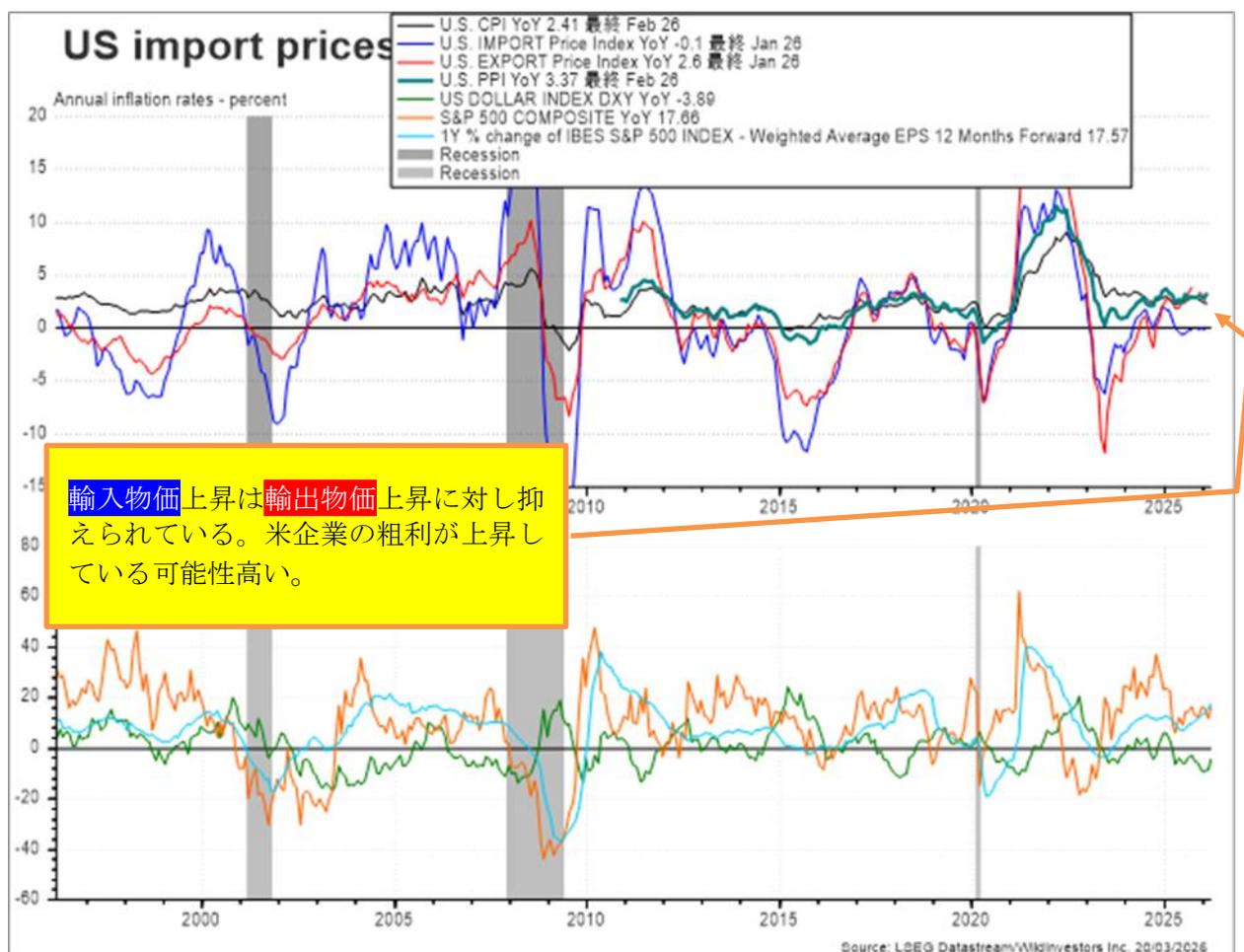


4. 米輸入物価横ばい。輸出物価高止まりで利ザヤ維持を示す

米**輸出入物価**は発表が遅れておりまだ01月分ですので、それについて述べます（**図表 6**）。**輸入物価**は前年比横ばいから-0.10%へ低下。**輸出物価**も+3.1%から+2.6%へ低下。これを**加工貿易**的に考えると、引き続き**米企業の粗利は上昇したまま**ということになります。

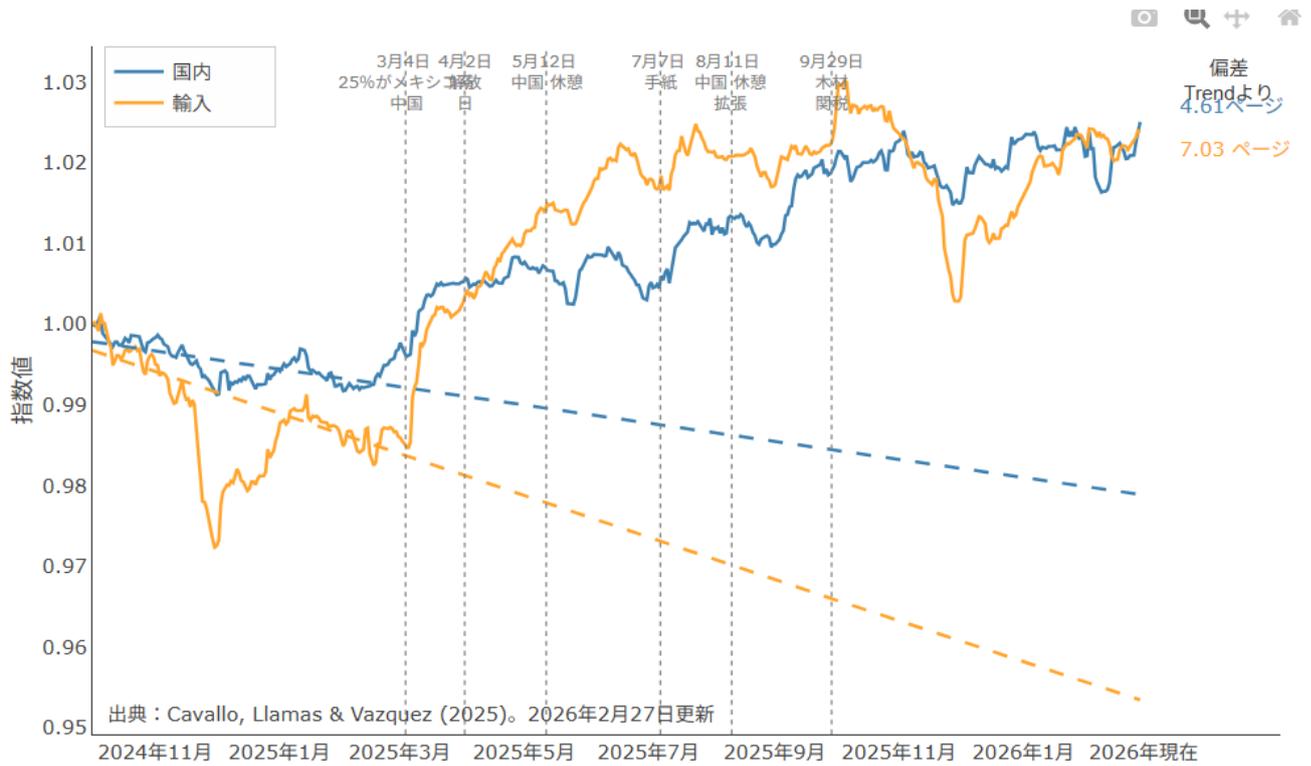
輸出物価-輸入物価のギャップ拡大はウクライナインフレ時にも見られた現象で、米国にとってプラスと考えます

図表 6 米国の輸出入物価、ドル円、株価指数

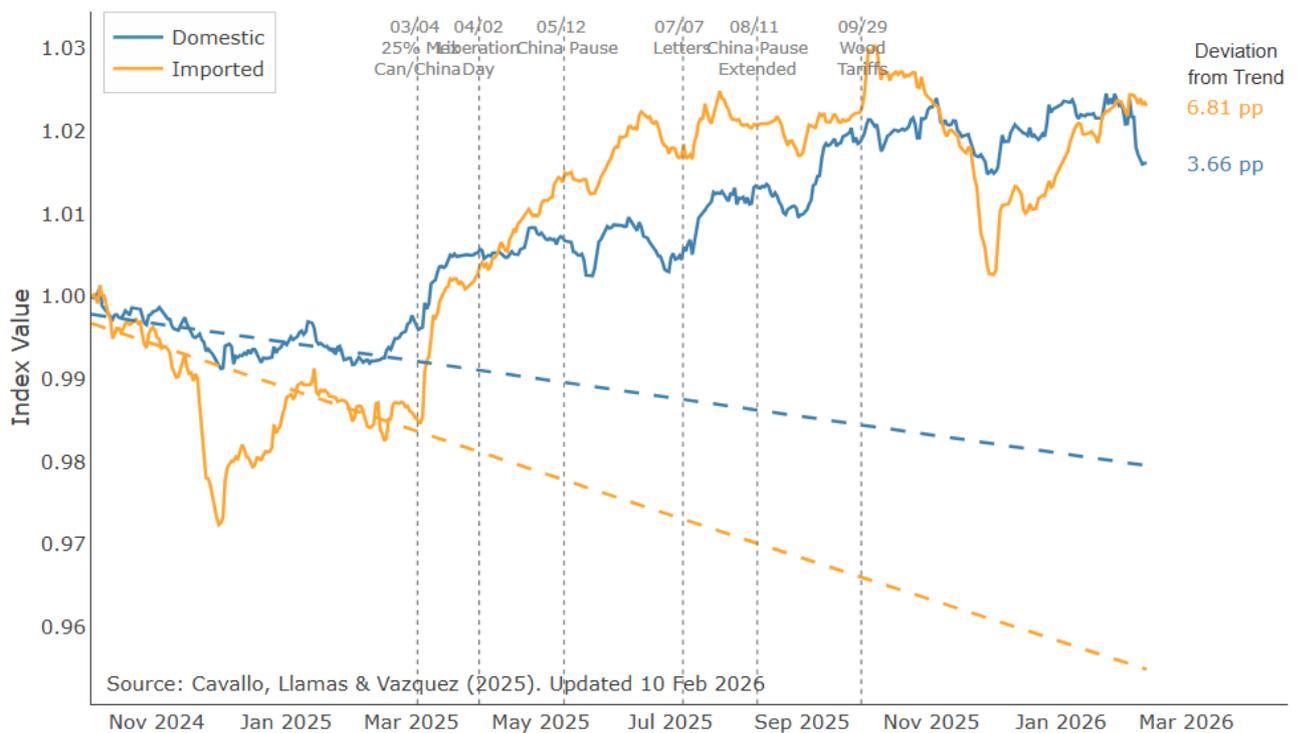


トランプ関税の影響を追いかけている「Triff Tracker」で確認すると、11月末で国内品と輸入品の価格が底を打ち上昇に転じました（図表 7）。そこからはほぼ横ばいで、国内品が02月上旬に一時的に下げたあとは戻しています。先月レポート時の（図表 8）と比較して、事後的に大きく修正された部分はなさそうです。

図表 7 トランプ関税の影響（輸入・国内）



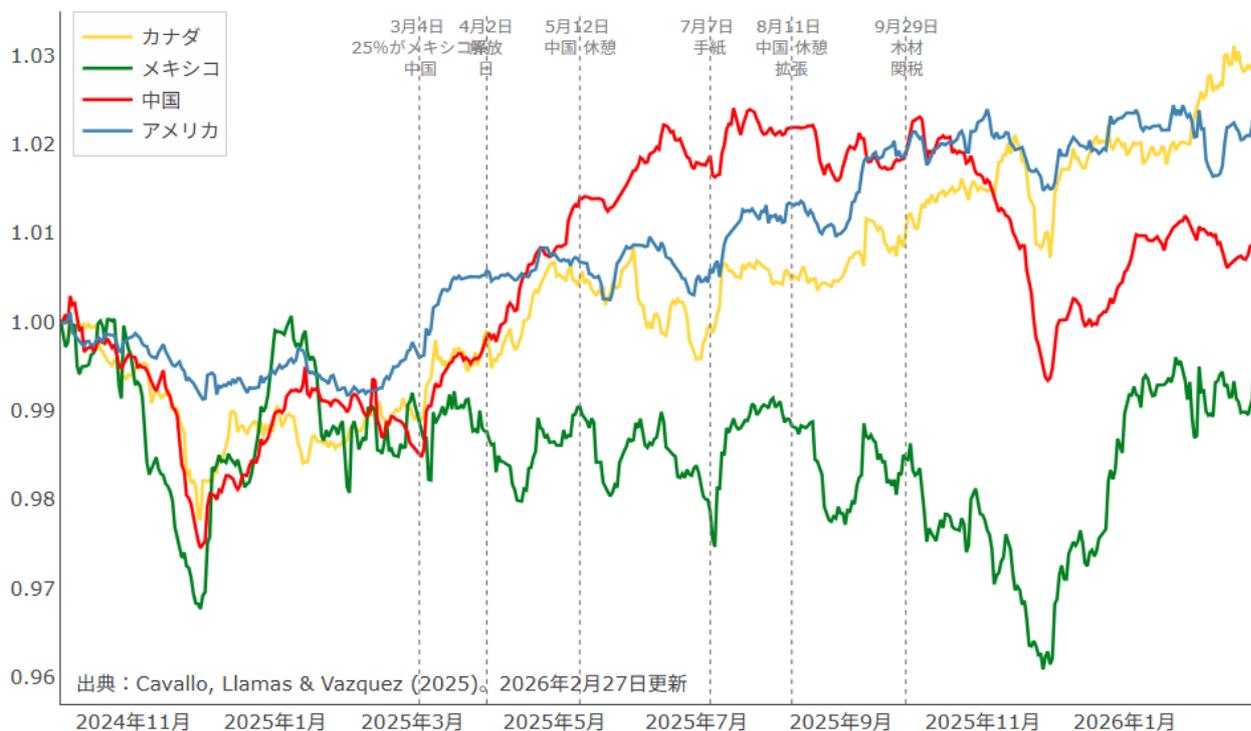
図表 8 同、先月レポート時



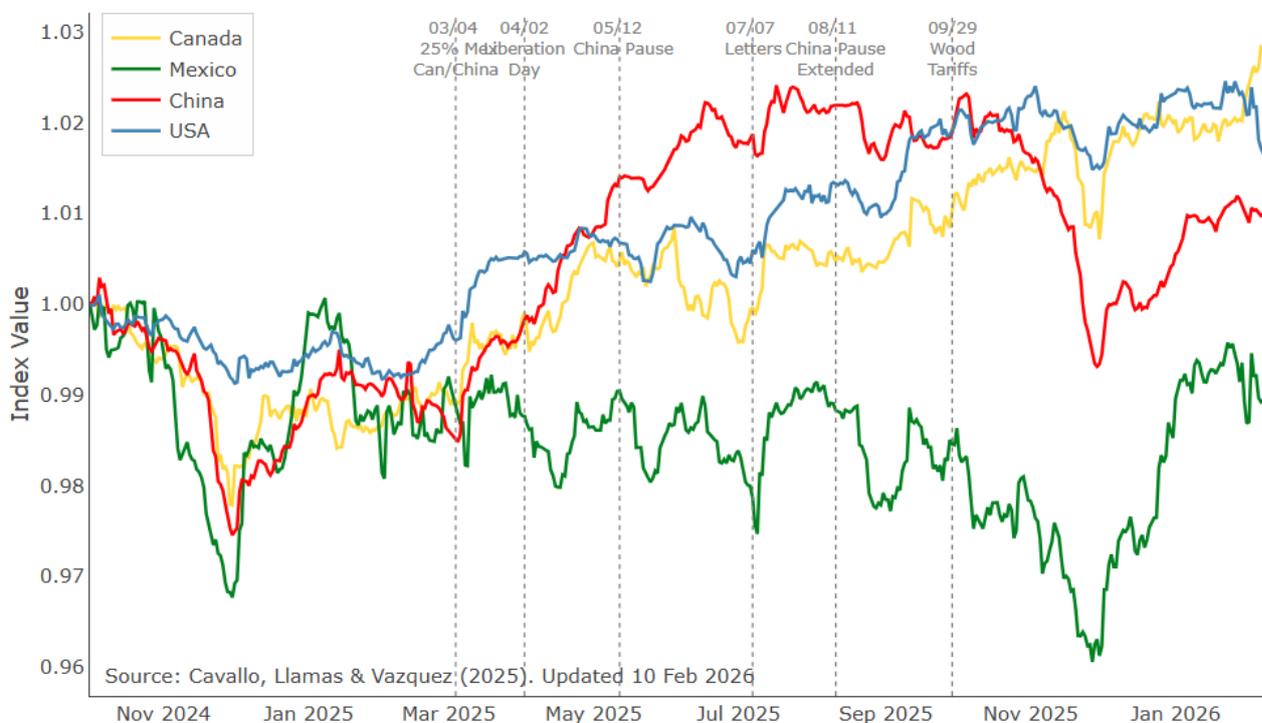
(出所：Triff Tracker <https://www.pricinglab.org/tariff-tracker/>)

関税の影響を国別に見たのが**図表 9**です。これを見ると11月末以降**メキシコ・中国・カナダ**が急反発しましたが02月に入ってから**中国とメキシコ**が下がり、**カナダ**の急上昇と相殺した感じ。先月レポート時の**図表 10**と比較して、事後的に大きく修正された部分はなさそうです。

図表 9 トランプ関税の影響（主要取引相手別 **メキシコ・カナダ・中国**）



図表 10 同、先月レポート時



(出所：Triff Tracker <https://www.pricinglab.org/tariff-tracker/>)

5. イスラエル・米国のイラン奇襲攻撃でエネルギー価格急騰

WTI 原油先物はイスラエル・米国によるイラン攻撃で一時 120 ドルに迫る勢いで急騰。しかしその後は落ち着いて 90 ドル台半ばで推移しています（**図表 11**）。今のところイスラエル・米側の圧勝ですがイランは周辺国を含めドローン攻撃で対抗。お互いにエネルギー施設を攻撃し、また**ホルムズ海峽封鎖**をほのめかすなどして西側経済にプレッシャーをかけています。

一方で G7 はエネルギー高騰対策として IEA のお墨付きのもとに**協調備蓄放出**を実施。しかしこれは短期的な需給を緩めても、「**将来の買戻し期待**」や「**中国などの軍事行動を誘発**」しかねない危険な行動と考えます。またトランプ政権はロシアのエネルギー企業に対し制裁を緩和。こちらは確かに需給を緩めますが、ロシアを助ければウクライナ戦争で不利になるため NATO 国内の反応も割れることでしょう。

【エネルギー価格が下がる要因】

- トランプ政権はロシアのエネルギー企業に対し制裁を緩和。 ←New!
- 米国がベネズエラを攻撃し、同国石油を市場に出し始めた
- トランプ氏は石油を「掘って掘って掘りまくれ」と言って大統領になり、開発規制を緩和した
- トランプ政権が**ウクライナ停戦案**を提示。（しかし欧州同盟国やウクライナは受け入れに難色を示している。）
- トランプ大統領の中東歴訪により、サウジ・UAE・カタールなどが米国側に戻ってきた。彼らは増産要請に応じて原油価格を下げ、ロシアの収入減にプレッシャーをかけている
- 米国の製造業は若干回復してきたもののまだ弱い
- それら政治的要因と経済的要因により産油国の足並みが乱れ、いつもの**増産競争スパイラル**に陥りつつある

【エネルギー価格が上がる要因】

- **イスラエル・米国がイランを攻撃**。イランはホルムズ海峽封鎖や周辺国エネルギー施設攻撃で対抗。 ←New!
- G7 が**協調備蓄放出**実施。しかしこれは「**将来の買戻し期待**」や「**中国などの軍事行動を誘発**」しかねない危険な行動。 ←New!
- **第三次世界大戦**の戦火は拡大中。（例：パキスタンがアフガンを攻撃中） ←New!
- **ロシアのエネルギー施設が老朽化したまま修理ができていない**。またウクライナがエネルギー関連施設を集中攻撃し、生産・精製・輸送などが滞りつつある

- 米国の石油戦略備蓄 (SPR) は歴史的低水準にある。バイデン政権は買い戻すと言いながら結局実行せず。トランプ氏はこれを買い戻して元の水準に戻すと明言している。

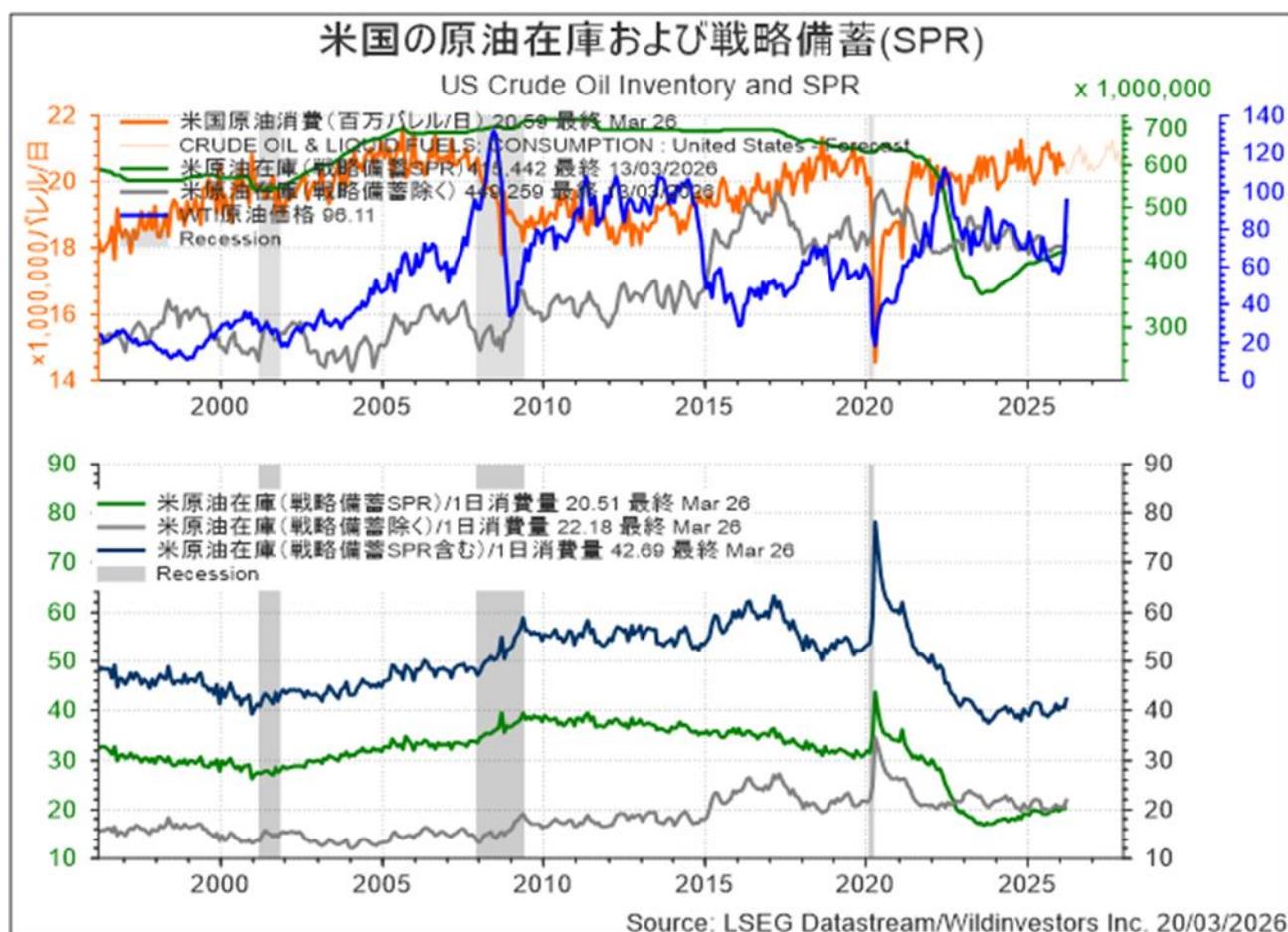
図表 11 WTI 原油先物



(出所 : investing.com <https://jp.investing.com/commodities/crude-oil-streaming-chart>)

戦略石油備蓄 (SPR) と民間備蓄は誤差の範囲ではほぼ横ばい (図表 12 上段パネル)。1日当たり消費量がやや増えているのに、官民合計の1日あたり備蓄もなぜか増えて43日分となっています。そもそもこの数字は大丈夫なのかと思いますが、時間ができたら調べます (同下段パネル)。

図表 12 米原油在庫・戦略備蓄 (SPR)



6. FOMC 後に年内利下げ予想消失

FOMC は 2 回連続の金利据え置き。しかしパウエル FRB 議長の発言を見ると、経済がスローダウンしているようには全く思えません。私はプライベートクレジット・金属市場・仮想通貨で起きている信用収縮が気になるのですが、パウエル議長はそれを問題視せずむしろ「**ゴルディロックス**」に近いことを言っています。

- インフレリスクは上振れ、雇用リスクは下振れ
- 労働需要は明らかに弱まっている
- 関税引き上げで一部商品価格が上昇するもその影響は短期的
- 政府閉鎖前のデータは経済がより堅調な軌道に乗っている
- (利下げを) 1 会合見送るべきだという意見が高まっている
- AI への投資は経済成長の明確な源泉となっている。ドットコム時代とは違う。当時は明らか

にバブルだったが今回は利益や実益がある

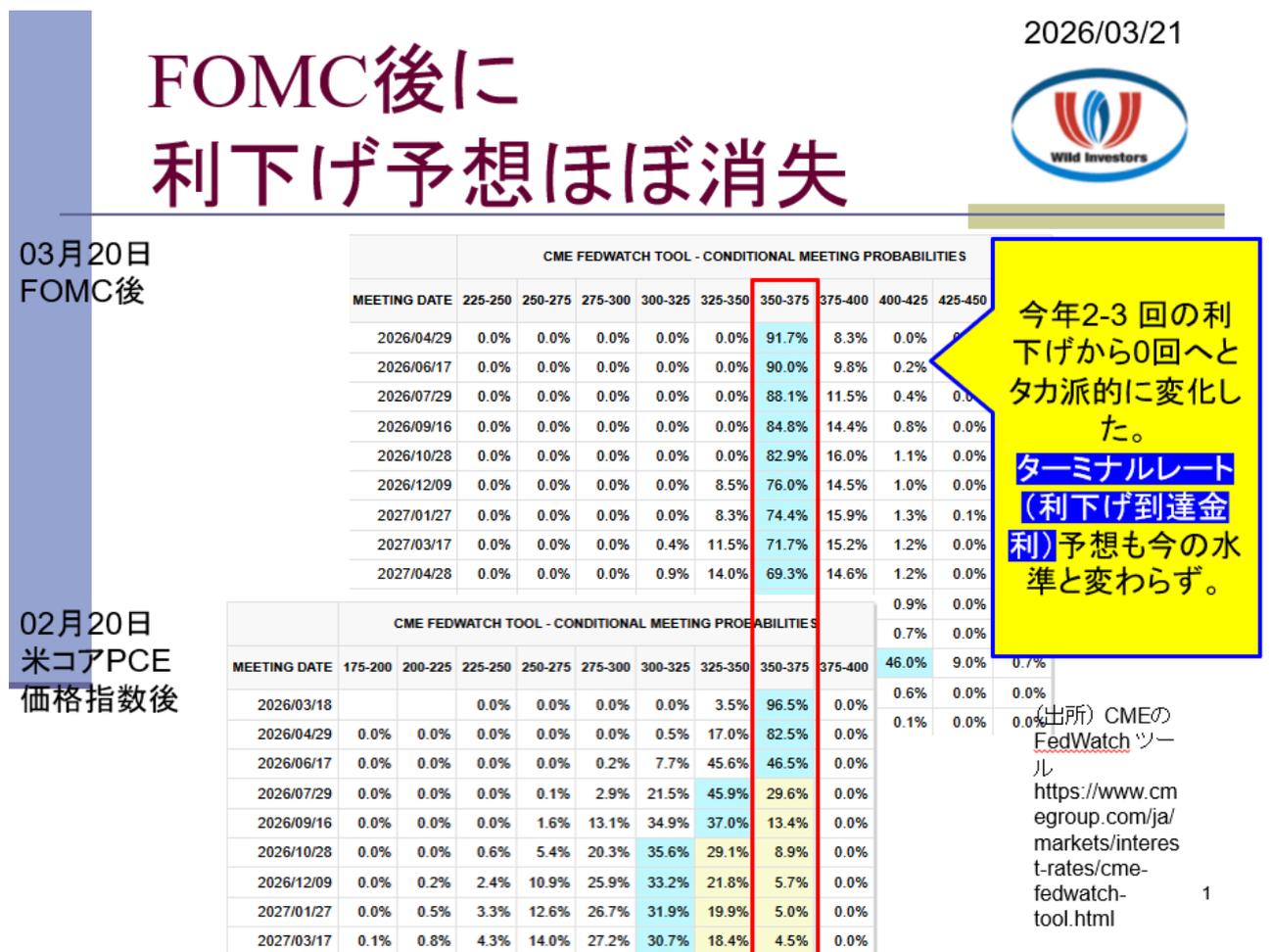
- 総じて経済状況は良好。債務不履行の増加は、より広範な信用問題を意味するものではない

しかし市場はエネルギー価格高騰や目先のインフレを気にしたようで、CME の FedWatch ツールによる利下げ予想は今年 2-3 回の利下げから 0 回へとタカ派に変化しました。したがってターミナルレート（利下げ到達金利）予想も現在の 3.50-3.75%から変わらずとなっています。これは

今の政策金利でも米経済に不安はないということであり、私よりもかなり楽観的

と思えます（図表 13）。ただ私は株価が大きく下げると信用収縮が広がり、遅れて経済が悪化するというパターンを何度か経験しています。今回もそうなる可能性があるかと危惧しているのです。

図表 13 CME の FedWatch ツールによる利下げ予想



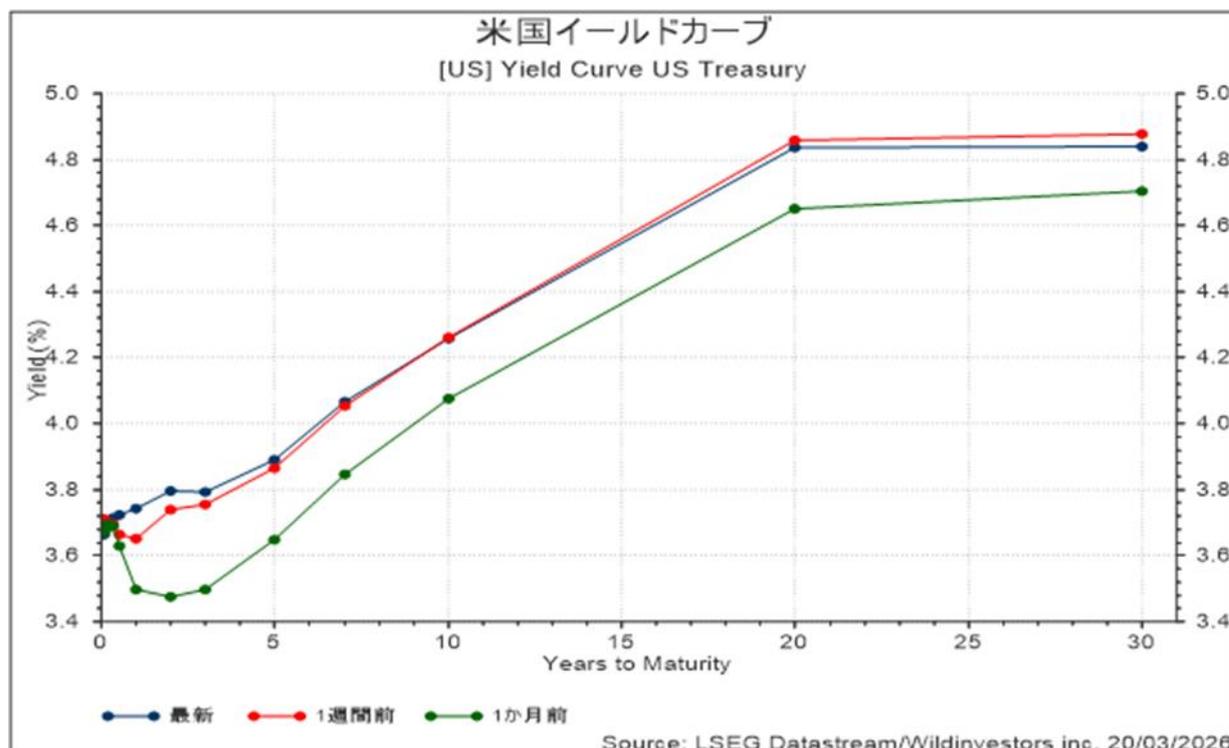
(出所：) CME フェド・ファンド・ツール
↓の左タブから probabilities をクリック。

<https://www.cmegroup.com/ja/markets/interest-rates/cme-fedwatch-tool.html>

7. 長期金利やや上昇だがエネルギー高騰長期化まで見込んでいない

エネルギー急騰を受け、米国国債のイールドカーブは一か月前との比較で0.2%足らずの上昇。足元の経済指標からは上昇圧力は感じられませんが、今後は物価が上昇すると覚悟している様子です（図表 14）。

図表 14 米国イールドカーブ



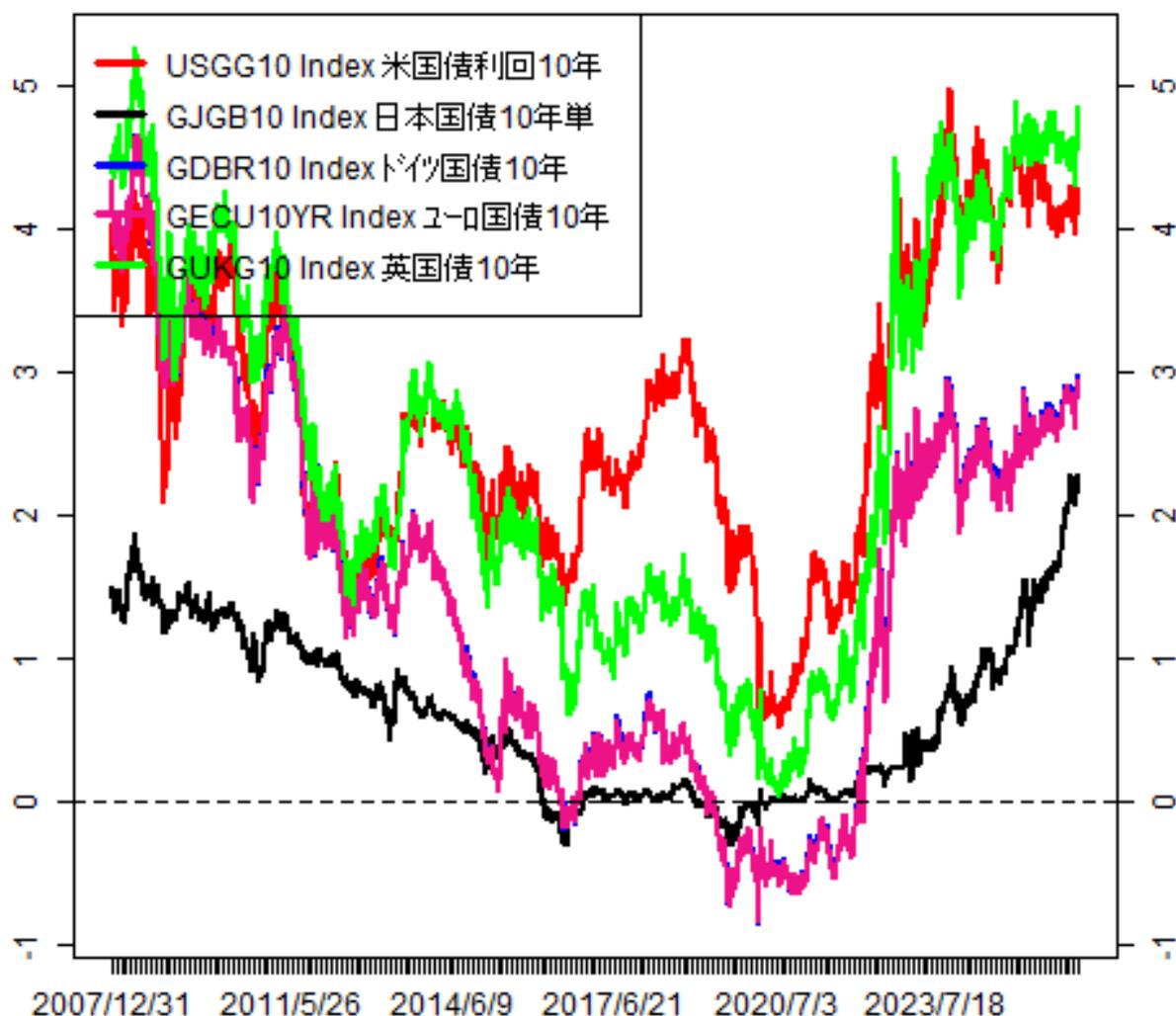
主要先進国の10年国債金利も同様に上昇（図表 15）。しかし米国・ユーロ・英国・日本いずれもレンジの上限で、エネルギー高騰に持続性があるかどうか見極めようとしている感じです。

日本の金利が上昇すると少し円高に振れて物価が落ち着いて良いとは思いますが、しかし一方で、

- 不況でも円安でも容赦なく筆られる「**デジタル赤字**」
- **80兆円赤澤ファンド**など貿易黒字減らし
- 新型NISAなど日本から米国株への根強い民間投資

を考えると、簡単に円高とはならない気がしています。

相対株価 vs 比較なし(絶対株価) (1)



作成: wildinvestors.com, データ元: トムソンロイター, 最終日: 2026/3/19

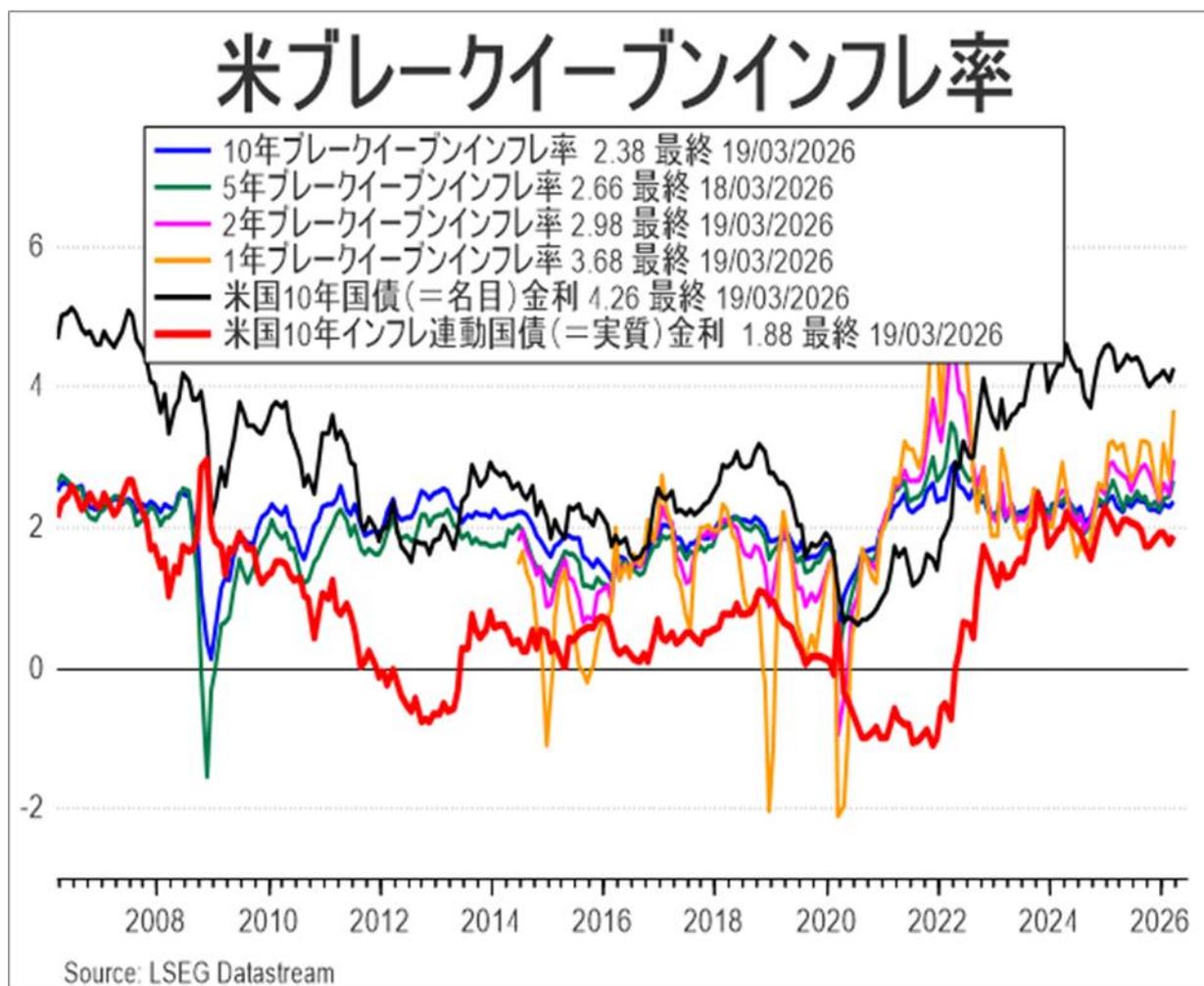
期待インフレ率に等しいとみなされるブレイクイーブンインフレ率(BEI)は全体に上昇(図表 16)。1 年は先月 2.72%へと低下したところから 3.68%と跳ね上がっています。同様に 2 年・5 年・10 年も 2.49%-2.28%だったものが 2.98%-2.38%へと逆イールドのような右肩下がり保ったまま上方シフトしています。基本的に

インフレ懸念はとっくになくなっている

のですが、エネルギー高騰により警戒感が少し戻ってきた段階。

またほぼ実質金利である **米 10 年インフレ連動国債金利**は 1.80%から 1.88%へと若干上昇しました。

図表 16 米国のブレイクイーブンインフレ率 (BEI)

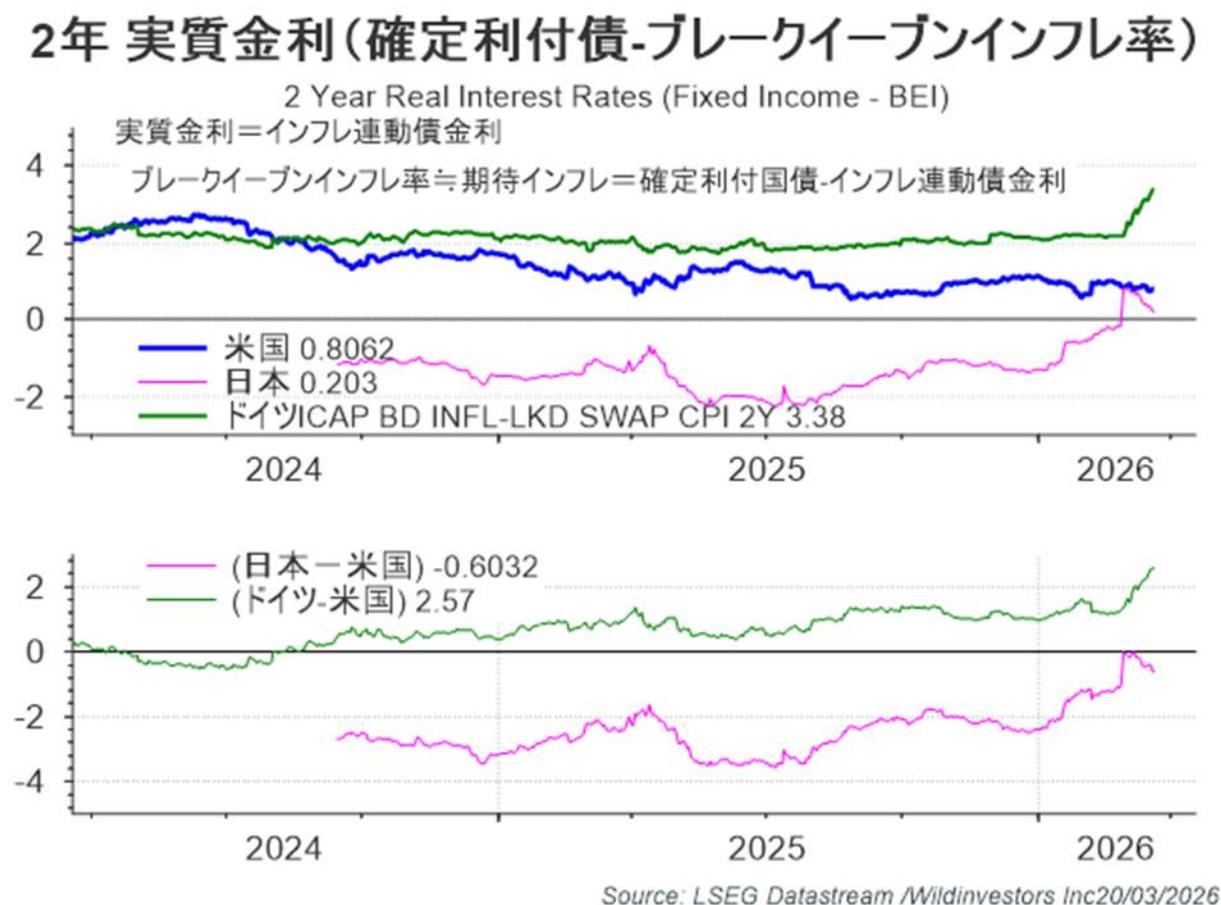


8. 日米2年実質金利差縮小もエネルギー高騰で逆にドル高進む

例によって日米独の**実質短期金利**を確認します。ここのところ**ドイツ**の数値が怪しかったので、今回からざっくり2年CPI連動スワップで代用しました。一般にスワップ金利は国債金利より高いので、**その分実質金利も高めに出る**ことをご了承ください。**インフレ連動債金利**あるいは「確定利付債金利」から「ブレイクイーブンインフレ率 (BEI)」を引いた**米国**の2年実質金利は先月の0.99%から0.81%へ低下(図表 17)。一方**ドイツ**は2.17%から3.38%へ急上昇(ほんまかいな)。ドイツ-米国の実質金利差は+1.18%から+2.57%へと急上昇しています(同下段パネル)。

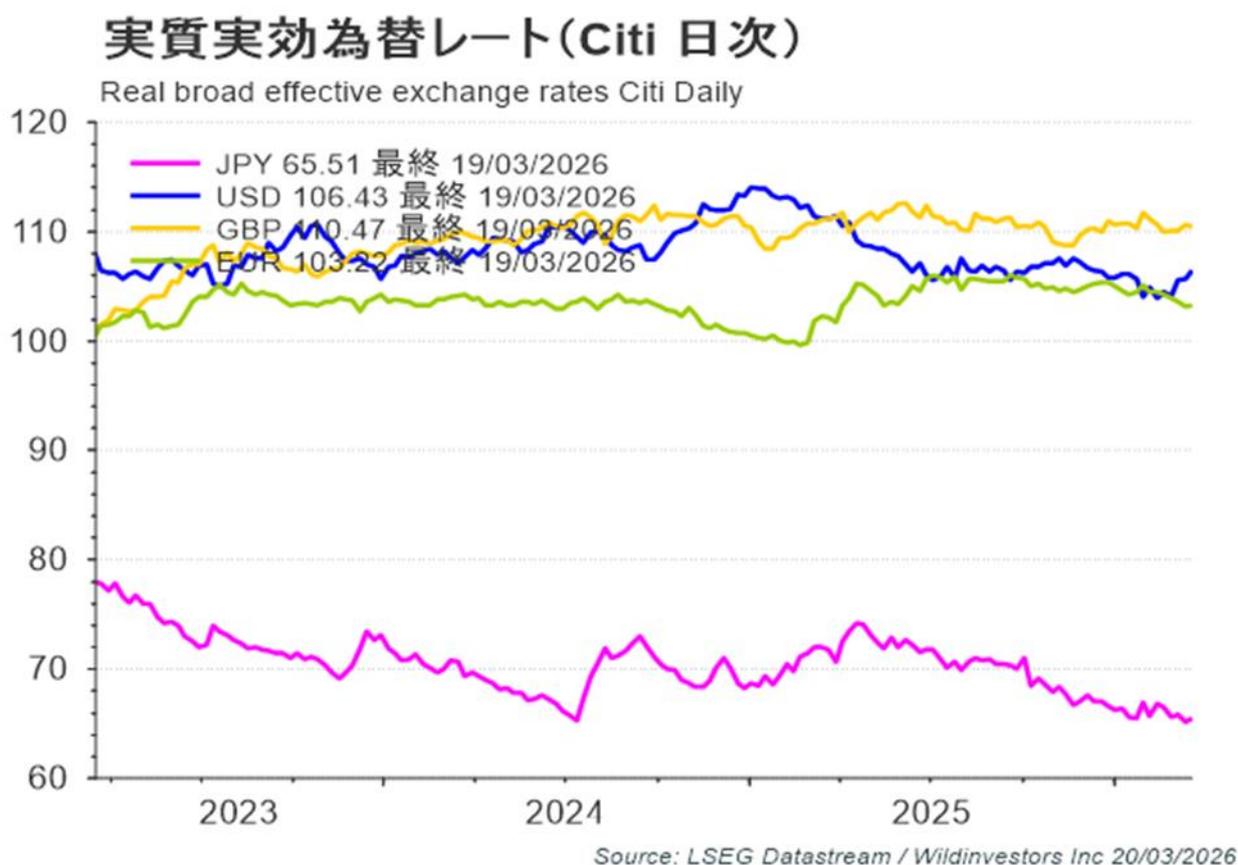
日本は+0.20となり先月の-0.24%からさらに上昇(=マイナス縮小)。おかげで米国2年実質金利との差は-1.22%から-1.60%へとさらに縮小しました(同下段パネル)。

図表 17 日米独の実質 2 年金利（確定利付債-ブレイクイーブンインフレ率）



上記の**実質金利差**を見ると**米ドル**に対して**ユーロ**が高くなりそうですが市場の動きは全く逆。**実質実効為替レート**を見るとこの1か月**米ドル**が強く、**ユーロ**や**日本円**は下げています（**図表 18**）。英ポンドは横ばいでした。そもそも**実質金利データそのものが怪しい**のですが、仮に正しいとしたら実質金利とは逆に動いていることになります。

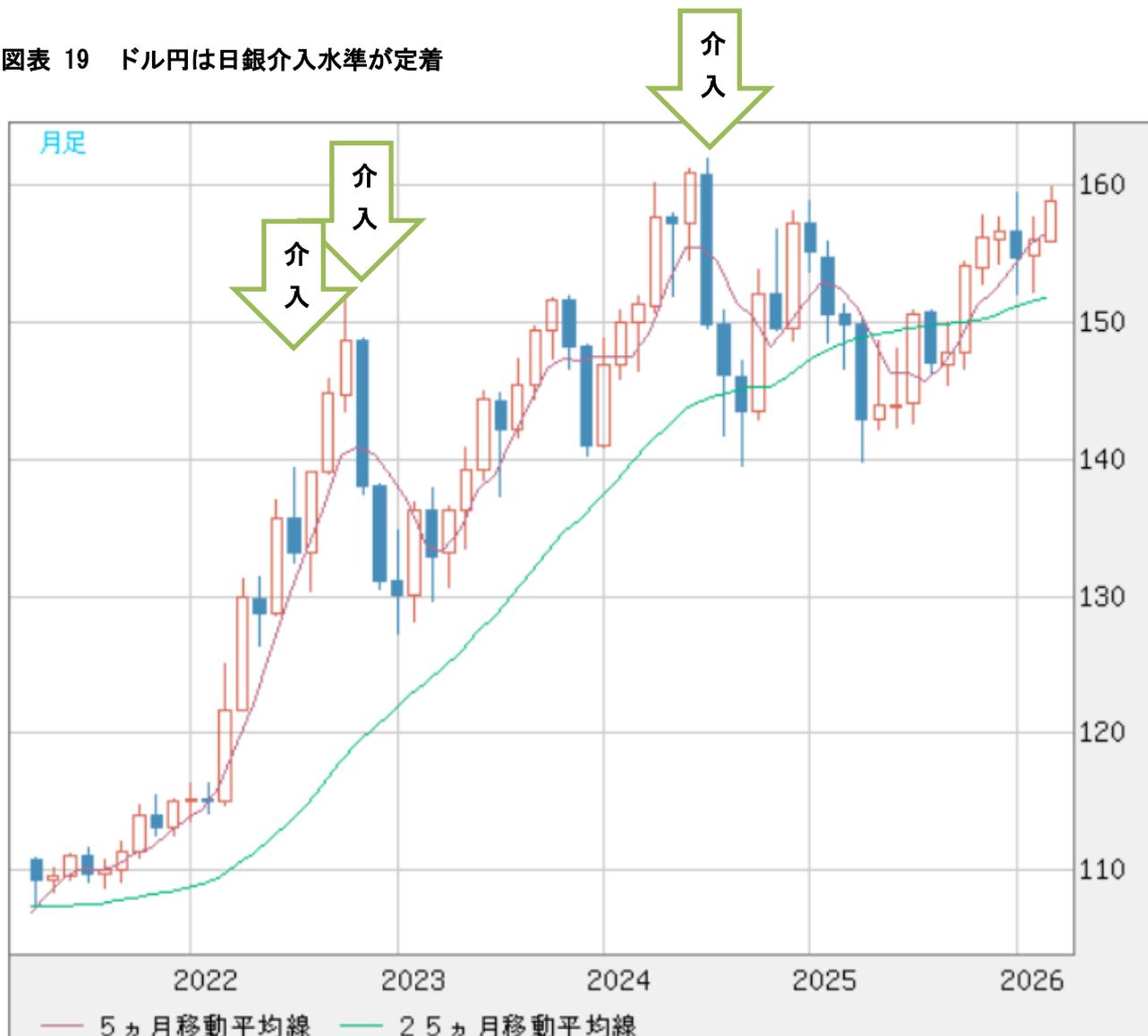
図表 18 主要通貨の実質実効為替レート



ドル円はまたも 160 円を目指す展開 (図表 19)。エネルギー高騰は**世界最大の産油国である米国を潤す**一方、日本のような純輸入国にとってはあらゆるコストが上昇する原因となります。それはエネルギーを輸入している他の国も同じ。私は引き続き「日本の物価が外国から見て安すぎ」かつ「米利下げ+日本利上げ」なのでもっと円高に向かっておかしくないと思っています。さらにトランプ政権もドル安を望んでいるため、ドルが 160 円に接近すると介入の懸念があります。

それでいつも「**120 程度の円高**、つまり**高値から 25%程度のドル円下落はありうる**」と考えていたのですが、米経済が強すぎてなかなか円高方向に進みません。さらに今は**第三次世界大戦**が拡大しているため、中東からの長い**シーレーン**を守らなければならない日本にとってはハンディキャップとなります。

図表 19 ドル円は日銀介入水準が定着



(出所：Zai FX

<https://zai.diamond.jp/list/fxchart/detail?pair=USDJPY&time=1mon#charttop>)

いつもの**購買力平価(PPP)**チャートを見るとあまり変わっていません(図表 20)。実際のドル円はなかなか PPP にサヤ寄せされず高止まりを続けており、3 本の PPP どれに対しても遠いです。

ここから長期的にはおそらく**米経済の「独り勝ち」**が進み、財政赤字も削減されると思います。また日本でも新型 NISA など資金が米国へと向かい、慢性的な「**デジタル赤字**」が円高への揺り戻しを小さくすると考えます。さらに「**日本が関税合意で 80 兆円を米国に投資**」「新型 NISA で毎月数兆円が海外投資に向かう」などの要因があり、資金フローとしては円を買う理由に乏しいのが正直なところ

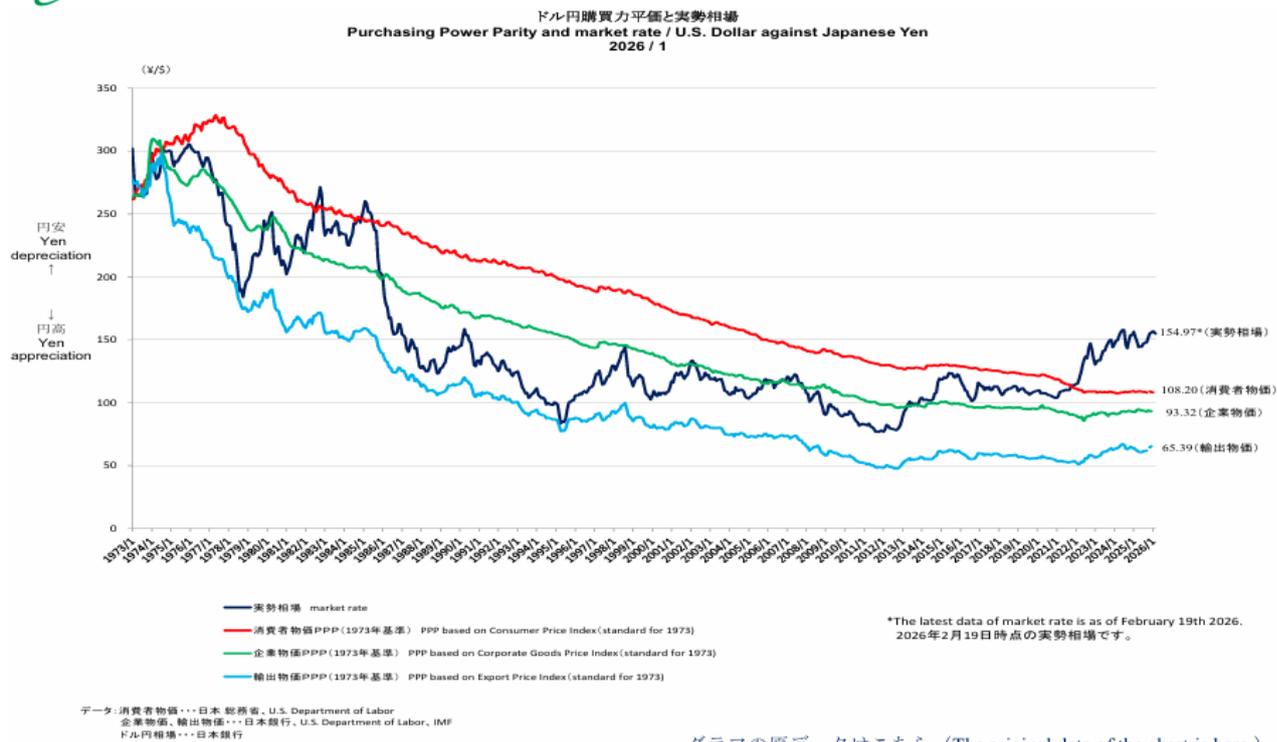
つまり

「ドル円は下げても限定的である」

ということです。

図表 20 (国際通貨研究所) 購買力平価

iima 公益財団法人 国際通貨研究所



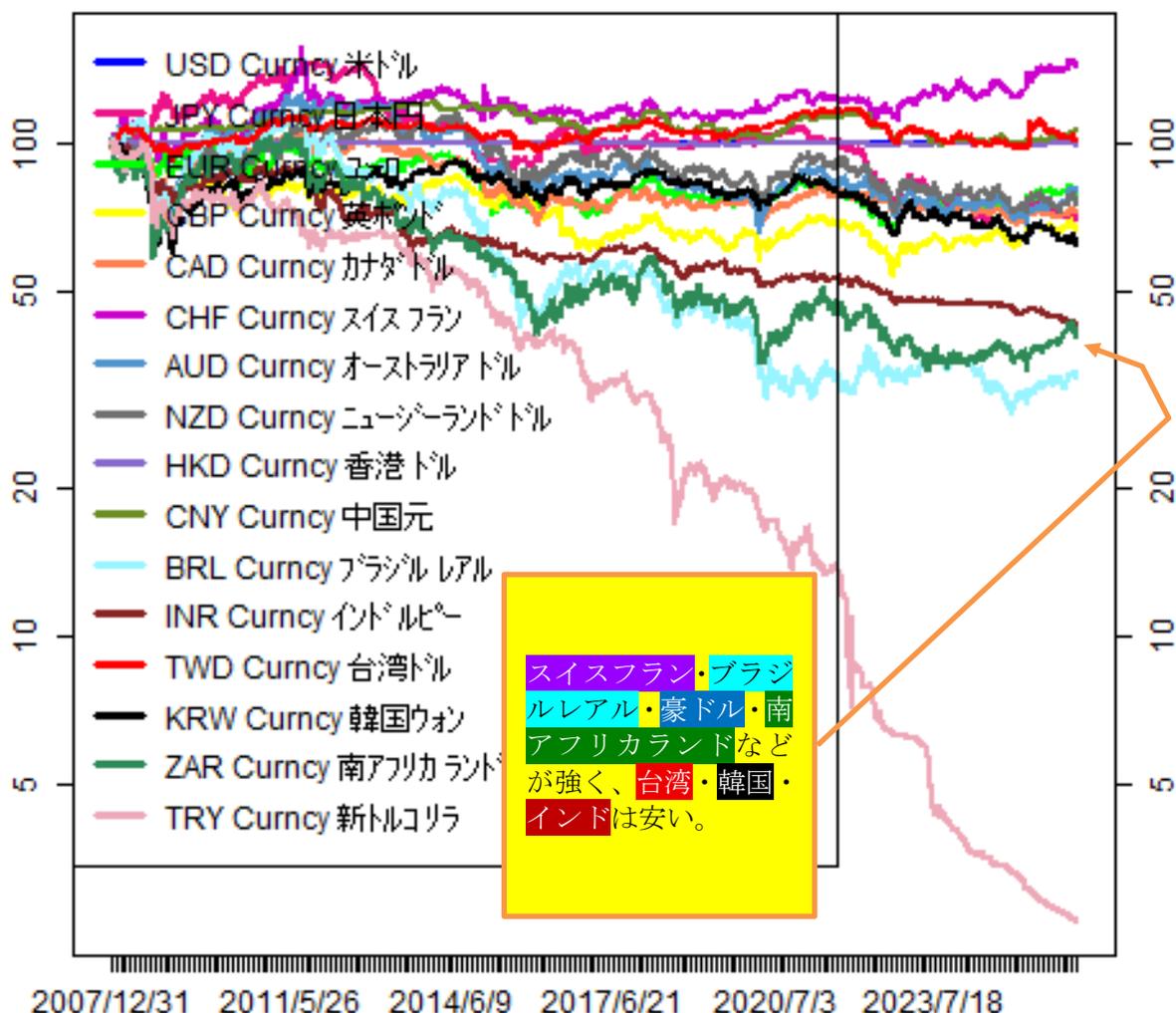
(出所：国際通貨研究所 https://www.iima.or.jp/docs/ppp/doll_yen.pdf)

9. 通貨は米ドル含む資源国高く、それ以外は安い

各国通貨は 01 月末からドルが強くなり始めました。すると対ドルチャートは右肩下がりになるはずですが、資源国通貨が高くなっているおかげで**ブラジルレアル**・**豪ドル**・**南アフリカランド**など右肩上がりで強くなっている通貨も少なくありません(図表 21)。欧州通貨は総じて弱いですが、**スイスフラン**だけは例外的に高いです。**台湾**・**韓国**などは日本同様のエネルギー純輸入加工貿易国なので安くなっています。**インドルピー**も安いです。

図表 21 主要国通貨（対ドル）

相対株価 vs 米ドル (1)



作成: wildinvestors.com, データ元: トムソンロイター, 最終日: 2026/3/19

オフショア人民元はドルに対してさらに強含み、人民元/米ドルチャートは 6.90 近辺でほぼ横ばい (図表 22)。これまで「中国から西側への資金引き揚げ」と「中国企業が外国資産を叩き売って国内の損失に充当するリバトリエーション」が拮抗している感じでしたが、人民元の買戻しが優勢になったようです。これは中国の内需が冴えず、**不況下の貿易黒字**が積み上がっていることも原因と考えます。

今の中国は経済対策を次々に打ち出し、

「払えなくなった民間債務を政府債務に付け替える政

策」

を行っています。それはまったく正しいのですが、

どうせ中国政府も払えないので 将来的に「債務の貨幣化」を行ってごまかす

しかありません。つまりいずれ、人民元を安くせざるを得ないということです。

「1 ドル 7.3 人民元の水準を超えると人民元はどこまで下がるかわからない」と私はこれまで書いてきました。この**オフショア人民元だともう少し上の 7.35 近辺**になるでしょうか。その水準からはかなり遠ざかってしまいましたが、そこを抜けるときに「**中国にとって破滅的な出来事**」が起きるのではないか」という予想は変わっていません。

図表 22 人民元/ US ドルレート (月次)



(出所: investing.com <https://jp.investing.com/currencies/usd-cnh-chart>)

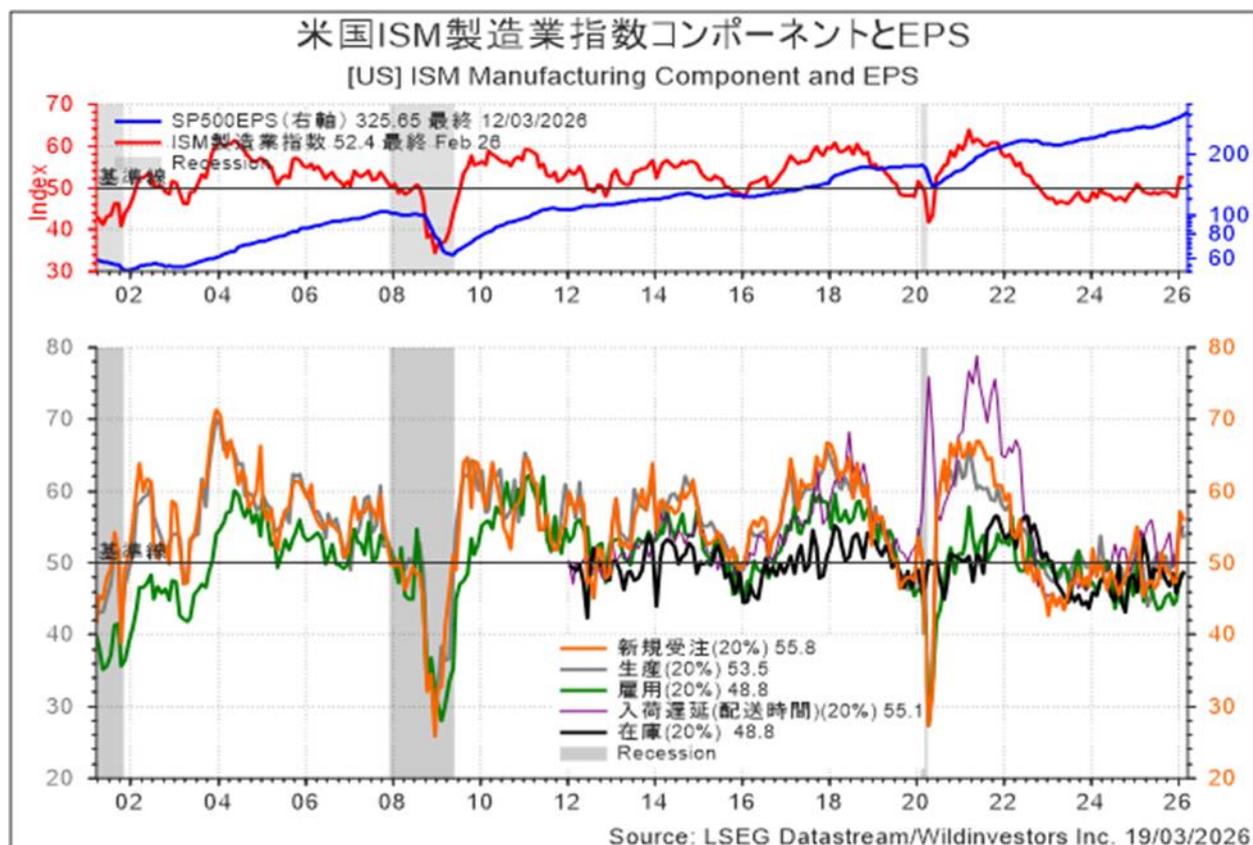
10. ISM 指数、製造業と非製造業が両輪となり経済拡大

10月の**米 ISM 製造業指数**は前月の 52.6 から 52.4 へと拡大領域を維持 (**図表 23**)。新規受注・生産が高止まりしていることが好材料です。入荷遅延も高いので、インフレが少し気になるところ。雇用はまだ縮小領域ながら回復途上で悪くありません。在庫も縮小領域ながら徐々に増えており、先行き

が悲観的でないことを示しています。これらの数字だけ見れば**ほぼ理想的な状態**です。

10月	→	11月	→	12月	→	01月	→	02月	
48.7	→	48.2	→	47.9	→	52.6	→	52.4	ISM 製造業指数
49.4	→	47.4	→	47.7	→	57.1	→	55.8	新規受注
48.2	→	51.4	→	51.0	→	55.9	→	53.5	生産
46.0	→	44.0	→	44.9	→	48.1	→	48.8	雇用
54.2	→	49.3	→	50.8	→	54.4	→	55.1	入荷遅延
45.8	→	45.8	→	45.2	→	47.6	→	48.8	在庫

図表 23 米 ISM 製造業指数コンポーネントと EPS

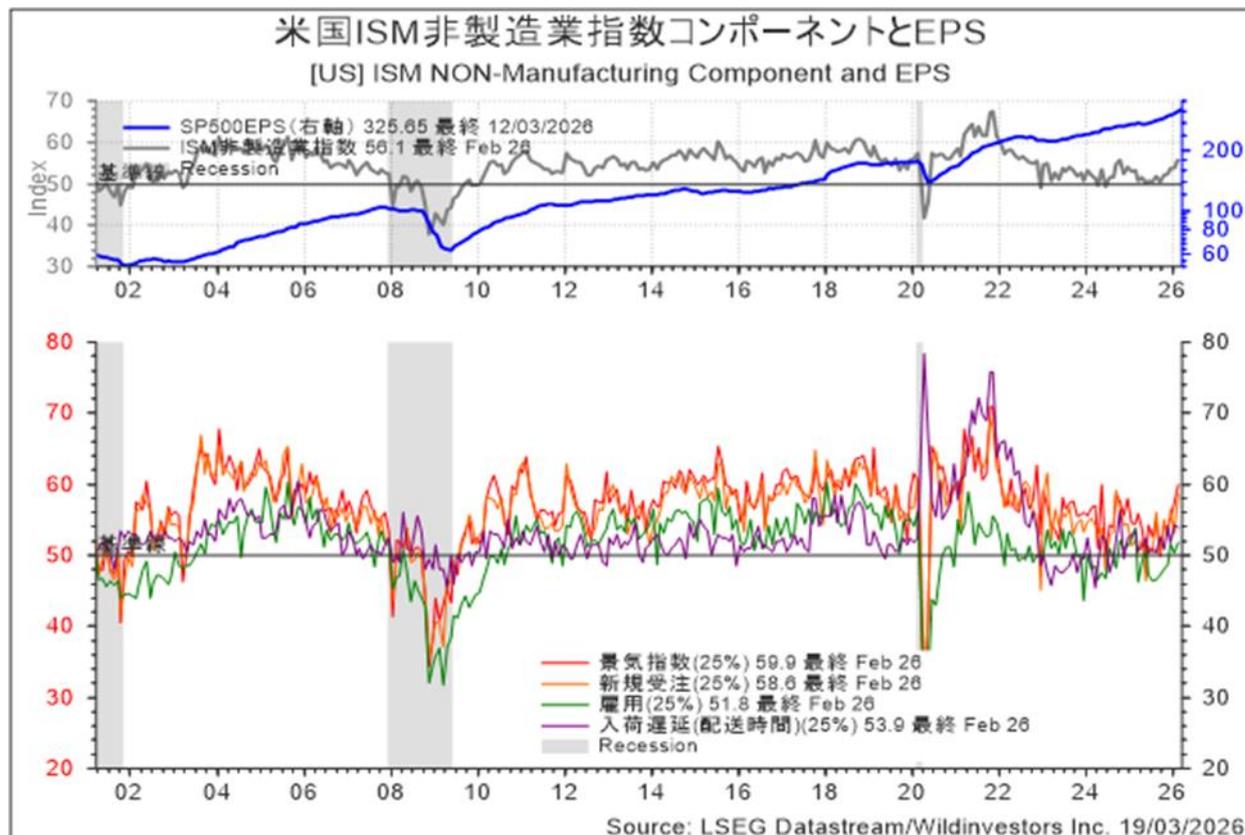


一方、米経済をこれまで支えてきた米 **ISM「非」製造業指数**は前月の 52.8 から 56.1 へと再上昇（**図表 24**）。ずっと「**冴えない製造業を非製造業が支えている構図**」だったのですが、今はともに好調で経済の両輪となっています。**景気指数**と**新規受注**がさらに拡大した割に**入荷遅延**はあまり伸びずインフレ懸念は弱く感じます。**雇用**拡大が鈍いのは、**ソフトウェア関連で人員削減が進んでいるから**ではないかと考えます。

10月	→	11月	→	12月	→	01月	→	02月	
52.4	→	52.6	→	54.4	→	52.8	→	56.1	ISM「非」製造業指数
54.3	→	54.5	→	56.0	→	57.4	→	59.9	景気指数
56.2	→	52.9	→	57.9	→	53.1	→	58.6	新規受注

48.3 → 48.9 → 52.0 → 50.3 → 51.8 **雇用**
 50.8 → 54.1 → 51.8 → 54.2 → 53.9 **入荷遅延**

図表 24 米 ISM「非」製造業指数コンポーネントと EPS



11. やはりセクターローテーション終わり、新興国売られる

米株 SP500 指数は弊社が 02 月 06 日までに弱気に転じたあと、上値が重くなり下げ足を速めています (図表 25)。最初は大型グロース株から流出した資金がバリュー株や中小型グロース株に流れ込む「リバーサル局面」で、健全なセクターローテーションでした。しかし弊社見通し通り、プライベートクレジット・金属・仮想通貨などの市場から信用収縮が徐々に拡大し、株式市場全体を支えきれなくなってきました。値下がり銘柄が値上がり銘柄を上回る日が増えたため、下段の AD ラインは 2 月下旬から下向きに転換。これは普通に弱い相場付きのサインです。

ドットコムバブル期に見られた「ドル高にもかかわらず米株が少し上昇する (パターン a)」と「ドル安でさらに上昇する (パターン b)」の特徴がまた見えなくなりました。米ドルが下がると株価の下げが緩くなり、米ドルが上がると株価が下げる感じで一段弱くなっています。トランプ氏の経済政策

はメチャクチャですが、他国はもっとメチャクチャ。したがって下げ相場でも「地政学的な理由」と「トランプ関税交渉の結果」から米株は相対的な独り勝ちを続けると考えています。

(パターン a) 好調な経済指標 → インフレ懸念強まる → 米金利上昇・ドル高 → 米株は小幅高

(パターン b) 経済指標悪化 → インフレ懸念やわらぐ → 米金利低下とドル安 → 米株は大幅上昇

図表 25 米 SP500 指数 (現地通貨ベース)



(出所: <https://www.marketinout.com/chart/market.php?breadth=advance-decline-line>)

NASDAQ「100」指数も同様に下げに勢いがついてきました (図表 26)。

図表 26 米 NASDAQ 「100」 指数 (現地通貨ベース)



(出所: <https://www.marketinout.com/chart/market.php?breadth=advance-decline-line>)

現地通貨ベースで主要国の株価を見ると、先月までは**米国株**の上昇が鈍る一方で他地域の上昇ペースが加速していました (図表 27)。特にメモリ等半導体爆騰の影響で、その比重が高い**台湾・韓国**が凄まじい勢いで上昇しました。特に**韓国**は株価が2か月で5割増し、1年弱で2.8倍になっています。

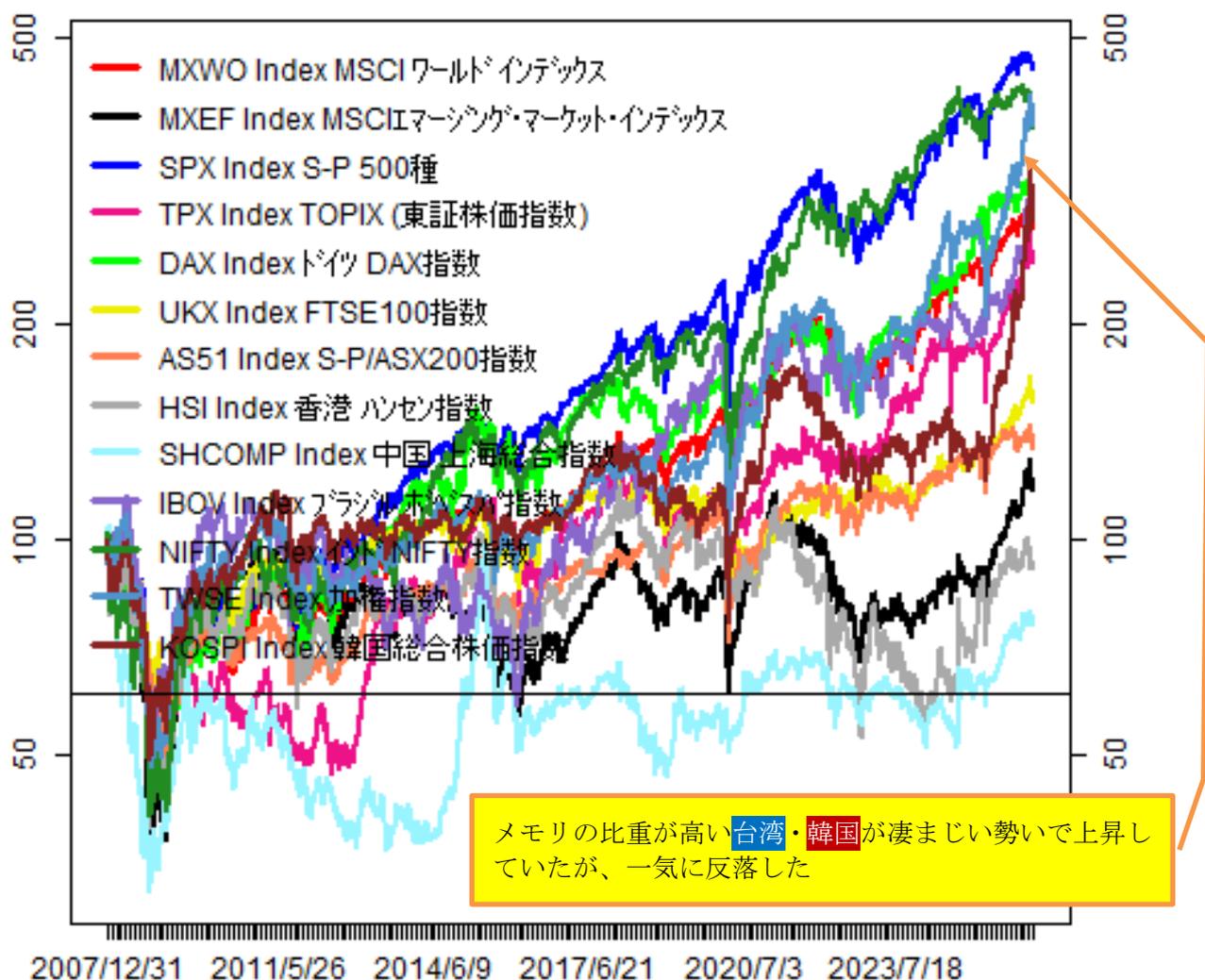
しかし先月

**ドットコムバブル末期や2022年がそうだったように、
それはしばしば上昇相場の終わりを意味します。**

と書いたように、どの市場も03月に入って大きく調整することになりました。

図表 27 主要国株価指数（現地通貨ベース）

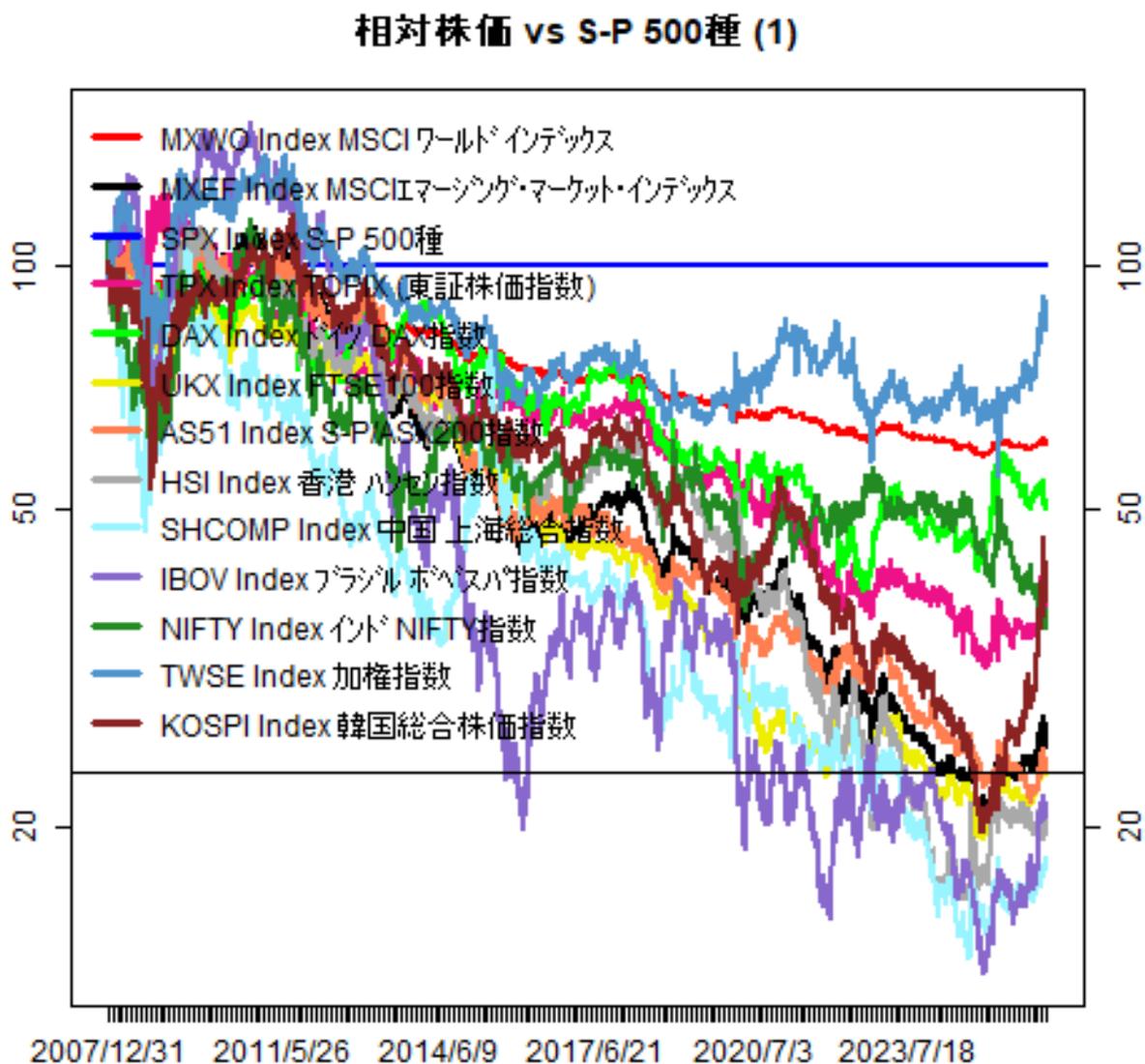
相対株価 vs 比較なし(絶対株価) (1)



作成: wildinvestors.com, データ元: トムソンロイター, 最終日: 2026/3/19

それらをドルベースにして通貨を揃え、かつ SP500 指数との相対比較にした相対チャートが (図表 28) です。通貨込みだと韓国・台湾のブチ上げが凄まじかったのが、反落しても目立ちません。しかし高値から 2 割の下落をまともに食ったらとんでもないダメージです。新興国は他にも同程度に安く、ブラジルや豪州など資源国も例外ではありません。インドは引き続き弱く新興国指数は SP500 指数に対して反落し、久々に弊社が言う右肩下がり「本流」に戻っています。この中だと日本・ドイツは相対的に下げが緩いように感じます。

図表 28 ドルベース主要国株価指数（対米国 SP500）



作成: wildinvestors.com, データ元: トムソンロイター, 最終日: 2026/3/19

12. 業種や大中小のリバーサルが一服

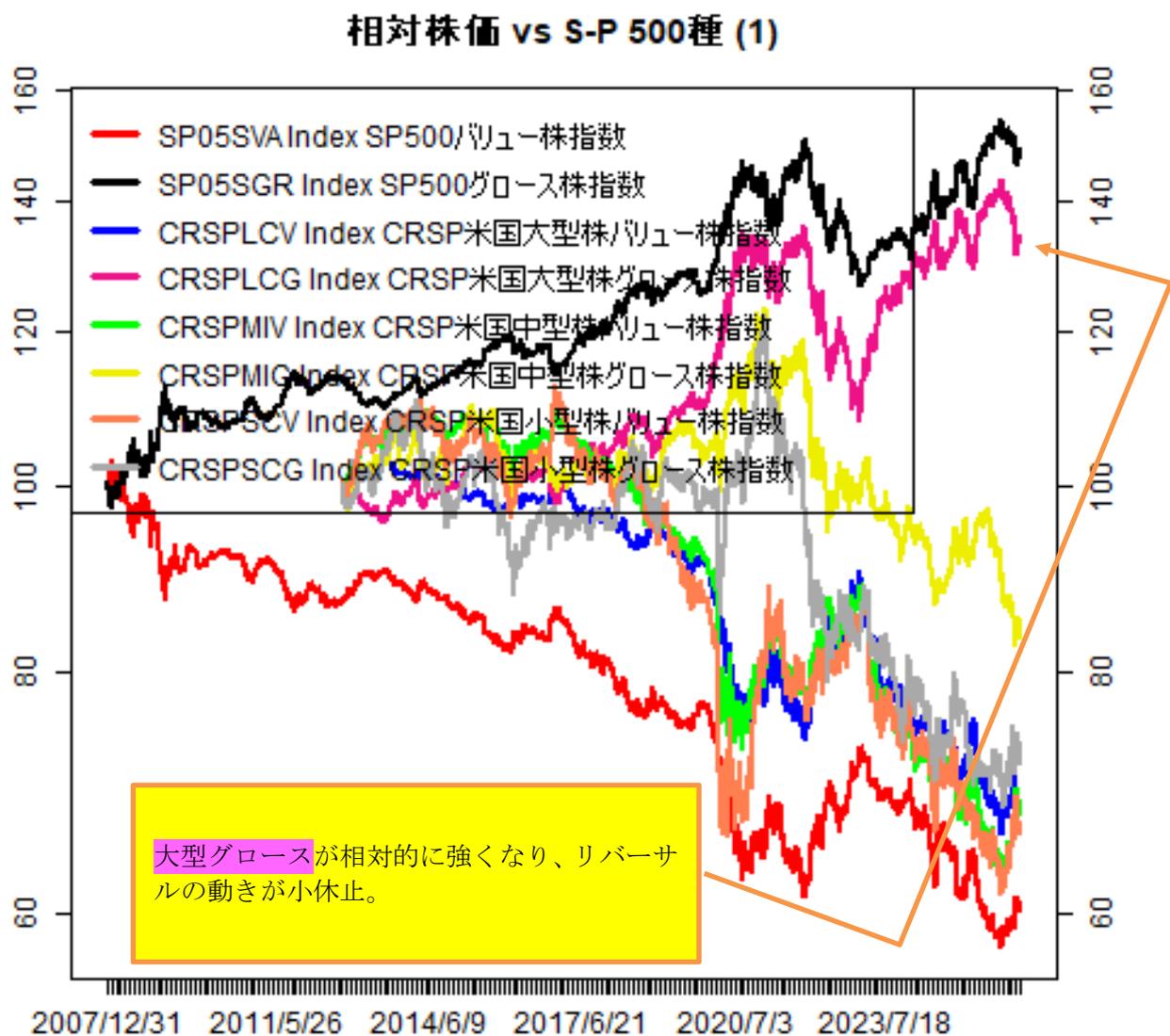
図表 3 はすでに掲載した米国の「バリュー・グロース」「大型・中型・小型」のセグメントを分けた現地通貨ベースのパフォーマンスです。大型グロースが下げる代わりにバリューや中小型グロースに資金が流れ込み、セクターローテーションが起きて二極化のリバーサルが進みました。しかし一方で、プライベートクレジット懸念から小型株の上昇に陰りが見え始めていました。

図表 3 2026年02月の米国バリュー・グロースパフォーマンス

CRSP米国株(配当込みトータルリターン)			
現地通貨ベース			
	総合	バリュー	グロース
総合	-0.53%		
大型	-0.96%	3.78%	-4.22%
中型	3.36%	5.13%	0.74%
小型	2.74%	3.03%	2.35%

これをSP500に対する相対チャートで見るとこうなります(図表 29)。長いことグロースがバリューに対して強いのですが、11月からそれが逆転(リバーサル)して大型グロースと中型グロースが売られました。ただし小型グロースはそれまで弱かったせいのかかなりの反発。大型バリュー・中型バリュー・小型バリューも相対的に上昇するセクターローテーションでした。しかし3月に入ってからはそのバリュー株や中小型が売られ、わずかに二極化方向に戻っています。

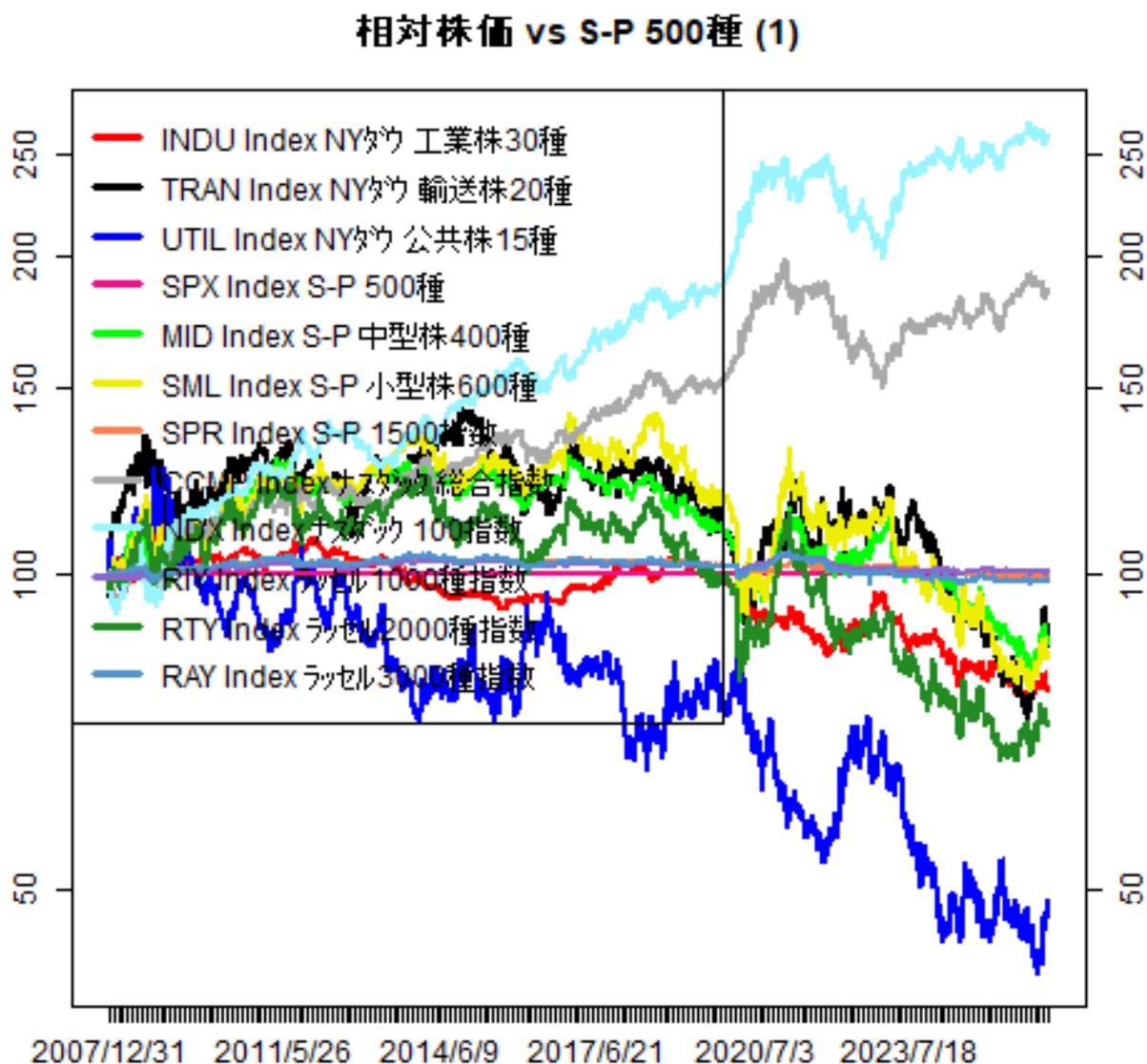
図表 29 米国主要バリューストック・グロース株指数 (対 SP500)



作成: wildinvestors.com, データ元: トムソンロイター, 最終日: 2026/3/19

米国の主要株価指数 (対 SP500) もリバーサルが一服。ナスダック 100 指数やナスダックが相対的に下げ止まり、逆に NY ダウ・中型小型・ダウ輸送株などが上昇傾向から反落しています。ただしダウ公益株は戻りが続いています (図表 30)。

図表 30 米国主要株価指数 (対 SP500)



作成: wildinvestors.com, データ元: トムソンロイター, 最終日: 2026/3/19

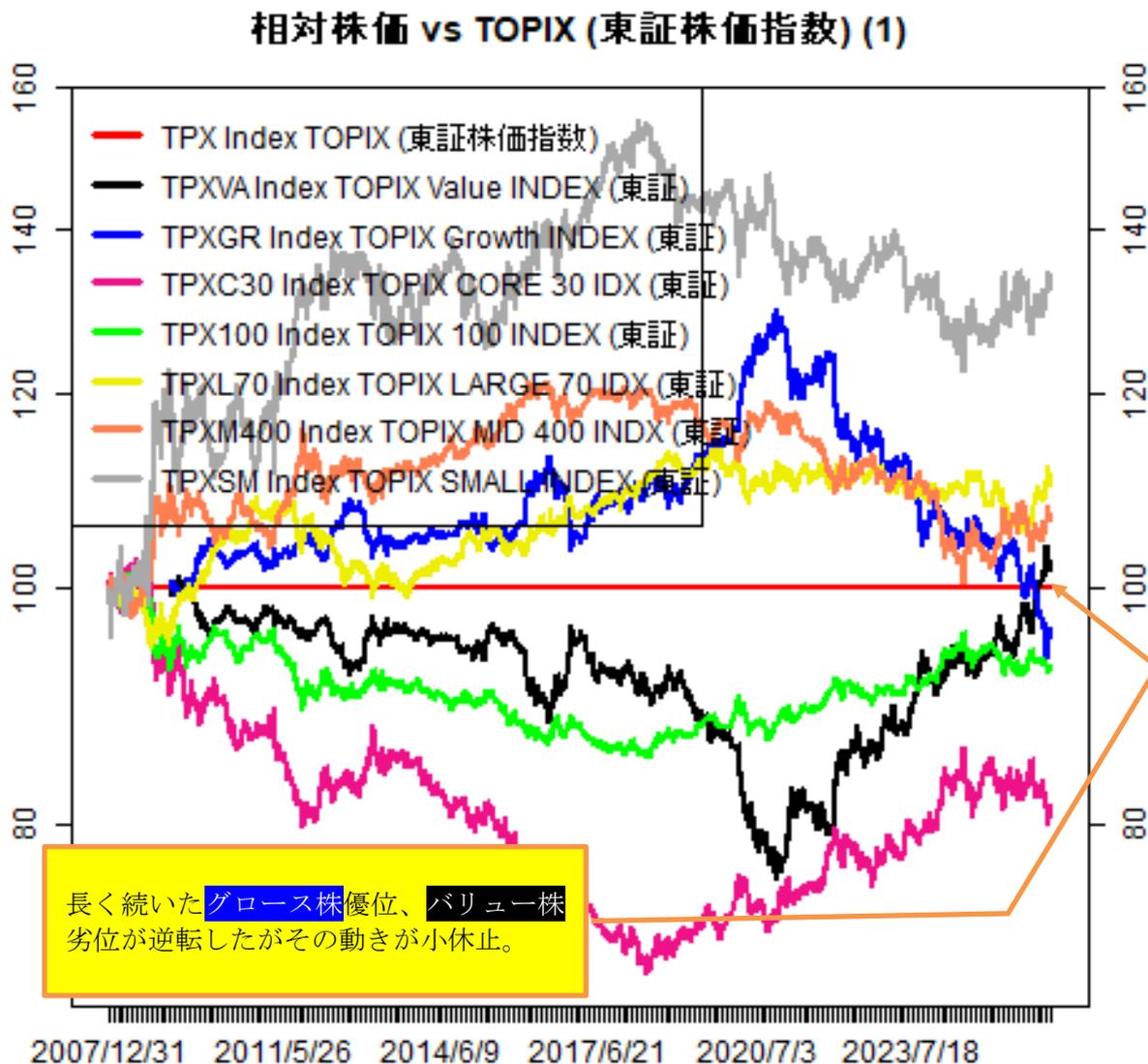
日本株はバリューストックがさらに上昇してグロース株を完全にブチ抜いたところからやや揺り戻し (図表 31)。引き続きコア30が弱いのに、ラージ70が強い不思議な状態です。米国とは正反対ですがこれを解釈するなら

「米株は成長期待で買われ、
日本株は割安感で買われている」

と言えるかもしれません。しかし私は基本的に「株は成長期待で買うものだ」と考えており、割安

感で買ってもさらに安くなる「バリュートラップ」に陥まりがちだと思っています。ただし例外は軍需関連で、**第三次世界大戦下で受注が増える見込み**が高いと考えます。

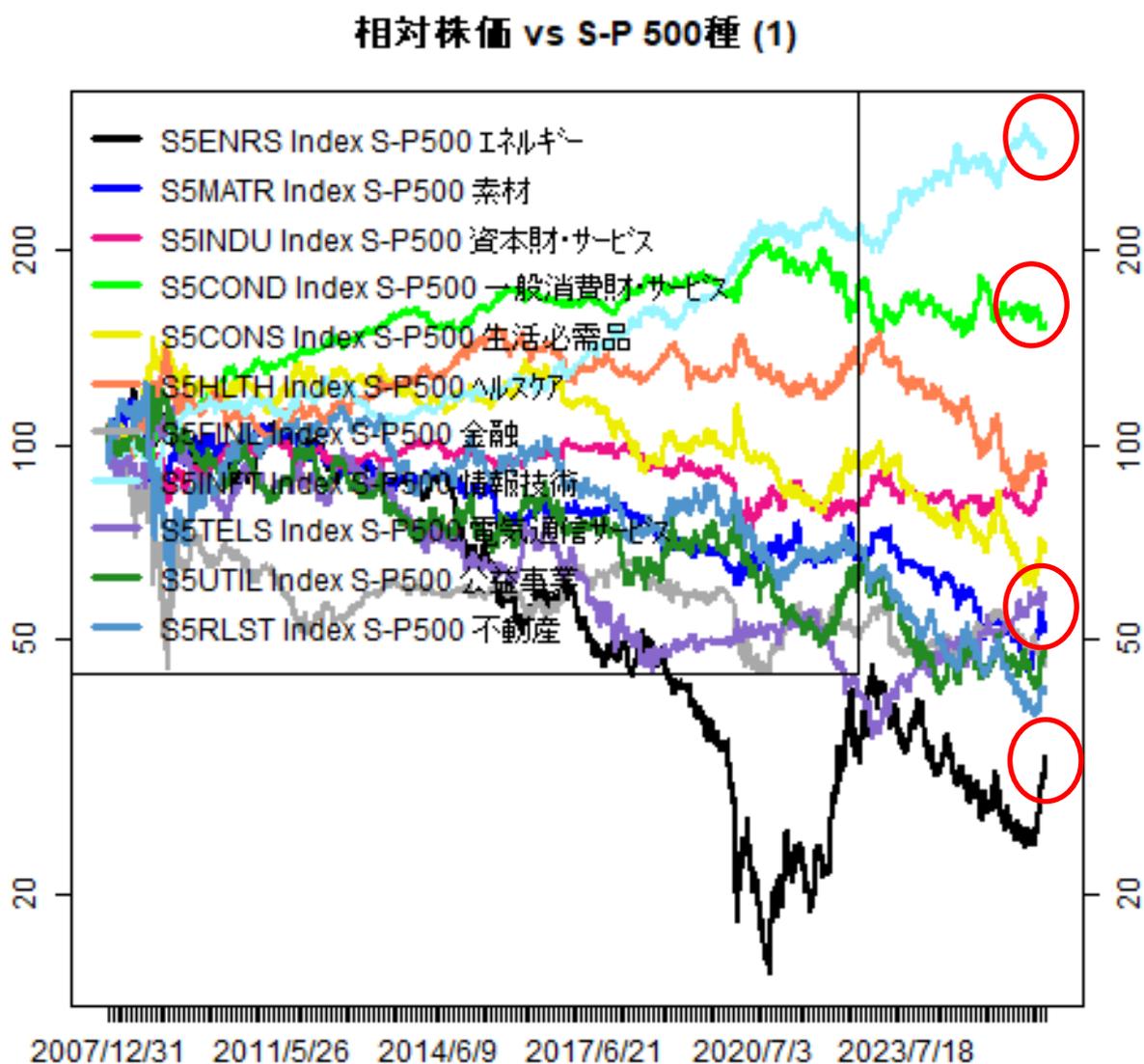
図表 31 日本主要株価スタイル指数 (対 TOPIX)



作成: wildinvestors.com, データ元: トムソンロイター, 最終日: 2026/3/19

米国 11 業種相対指数も同じようなリバーサル動きが一服。情報技術・コミュニケーション（電気通信）サービス・一般消費財の「AI 業種御三家」が下げ止まり、逆に**素材**・資本財・公益・ヘルスケア・生活必需品などの相対的上昇が一服しています（図表 32）。ただしエネルギー高騰を受け、**エネルギー**は引き続き強いです。

図表 32 米国 11 業種相対株価指数

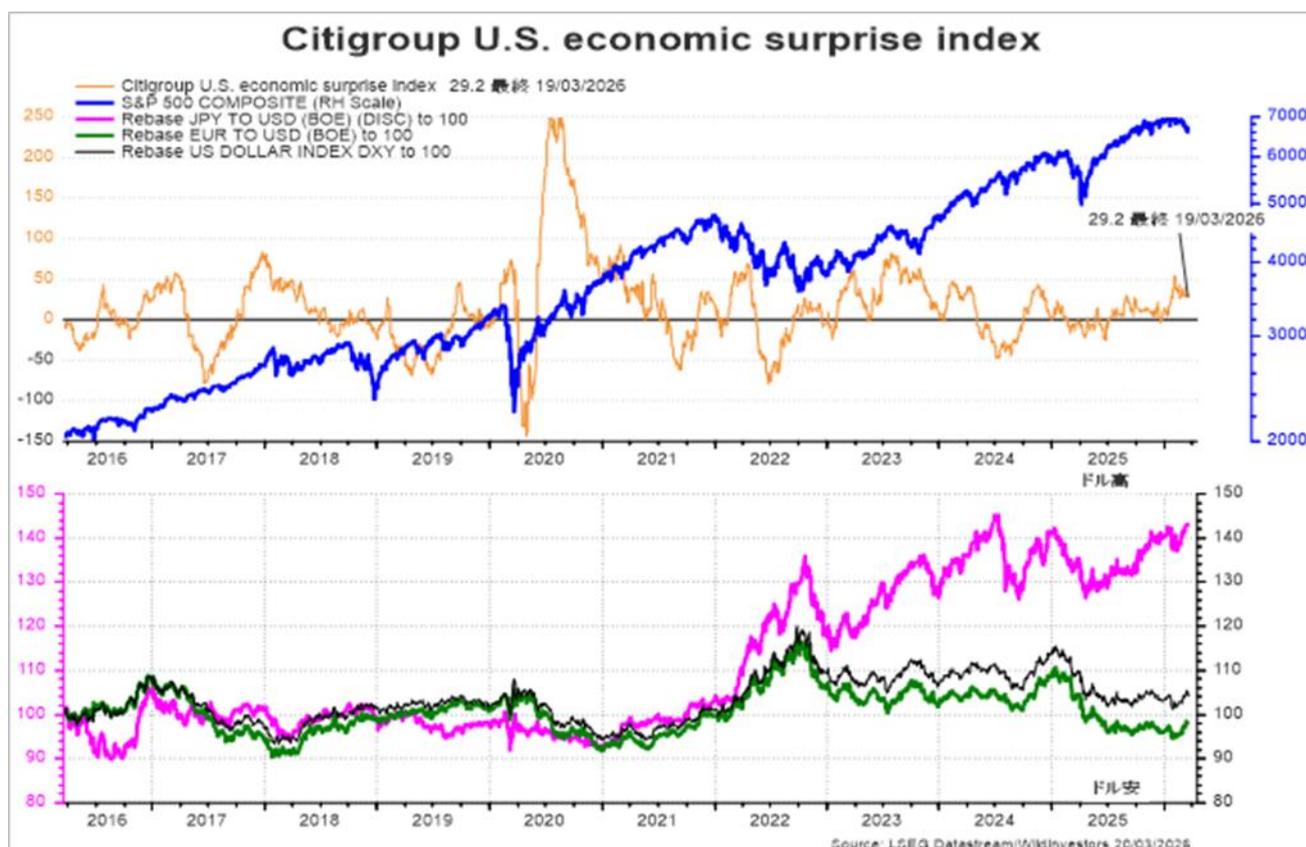


作成: wildinvestors.com, データ元: トムソンロイター, 最終日: 2026/3/19

13. エコノミック・サプライズ指数、「経済指標が思ったより悪くない」

シティグループ・**エコノミック・サプライズ指数**は前月の+25.7から上昇した後下げ、結局+29.2へと小幅上昇（**図表 33**）。企業業績はおおむね好調で、経済指標は思ったほど悪くありません。AIバブルで世界中から資金をかき集めてきましたが、今は「**その巨額投資は回収できるのか？**」と警戒されています。また米株は健全に見えてもプライベートクレジット・金属・仮想通貨市場で信用収縮が拡大していることから少なくとも**2022年程度の調整があってもおかしくない**と考えています。

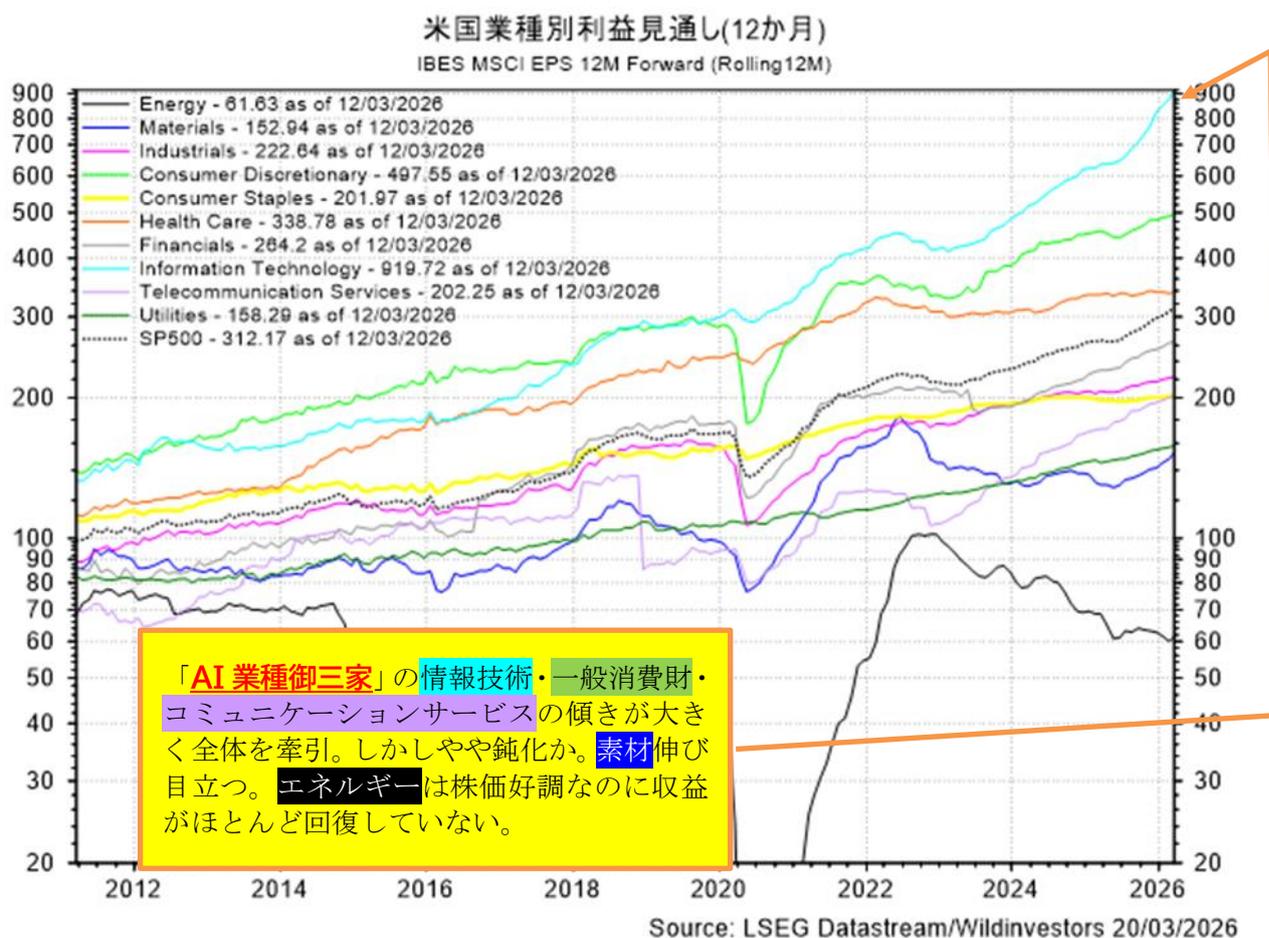
図表 33 シティグループ・エコノミック・サプライズ指数, SP500 指数とドル円



14. 素材の収益も伸び「情報技術の一本足打法」ではなくなった

米 SP500 指数全体（黒点線）の企業業績見通しは引き続き上昇の勢いを維持（図表 34）。ぱっと見ただけでも「AI 業種御三家」の情報技術がダントツの勢いです。一般消費財・コミュニケーションサービスも傾きが大きいのですが素材の伸びも目立ちます。しかしエネルギーは株価が好調にもかかわらず、収益が回復しないことが非常に興味深いです。

図表 34 SP500 指数 11 セクターの EPS 予想 (12 か月フォワード)



「AI 業種御三家」の情報技術・一般消費財・コミュニケーションサービスの傾きが大きく全体を牽引。しかしやや鈍化か。素材伸びが目立つ。エネルギーは株価好調なのに収益がほとんど回復していない。

これら業種ごとの EPS を SP500 のそれで割った「相対 EPS (一株あたり利益)」も観察します (図表 35)。EPS は株数によって変わるので、水準は問題ではありません。しかしその傾きを見ることによって、

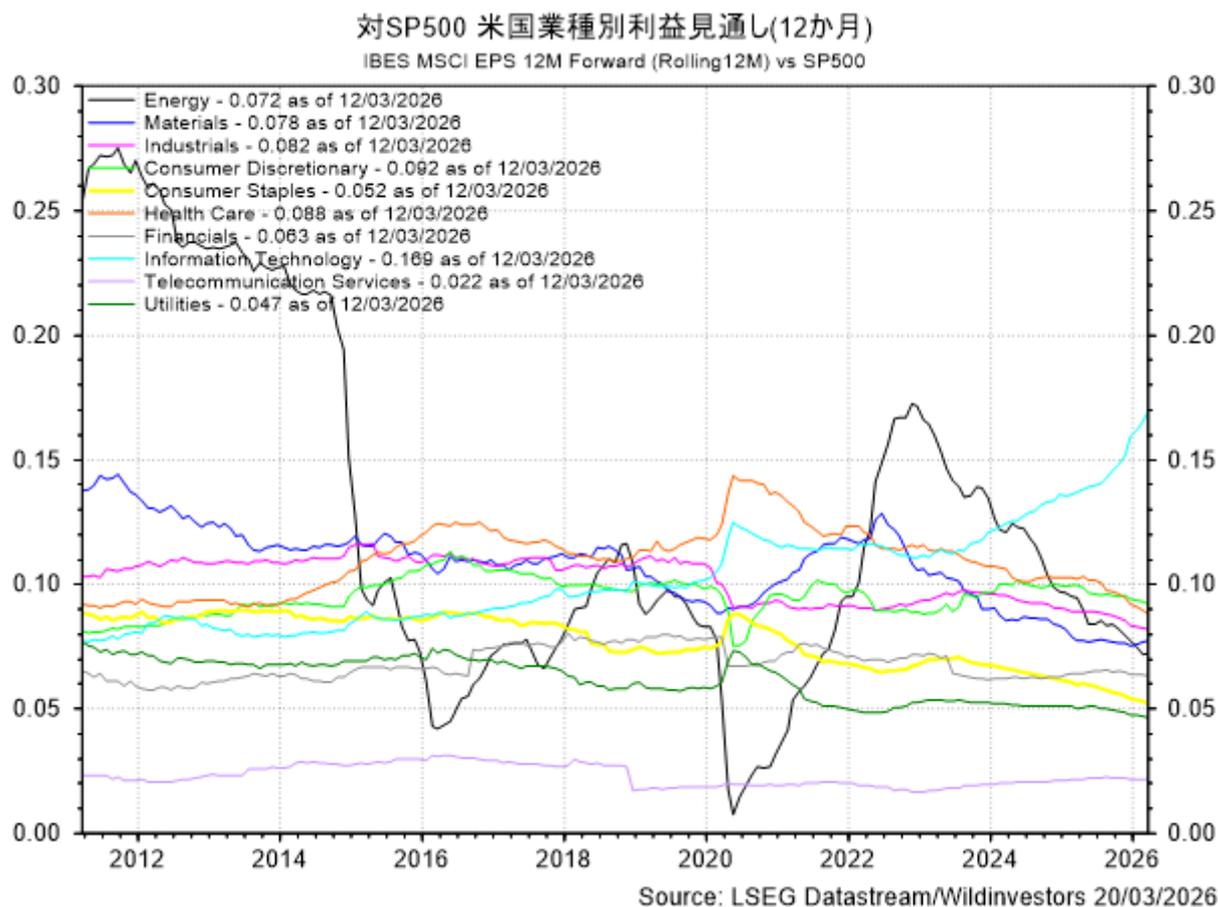
「EPS の伸びが SP500 指数を上回っているのか、 下回っているのか」

がわかります。しかしそれを見ると引き続き情報技術だけが上向きを加速し、それに比べるとコミュニケーションサービスや一般消費財ですら低下傾向です。ただし素材も牽引役として台頭してきたので、「情報技術の一本足打法」ではなくなってきました。これを見ると情報技術の EPS が鈍化を始めたら、米株にも大きな調整が来るのが容易に想像できます。しかし私はこのバブルの終わりは

「先に株価が大きく下げ、後追いで予想 EPS が急速に下方修正される 2007-2009 年サブプライムショック型」

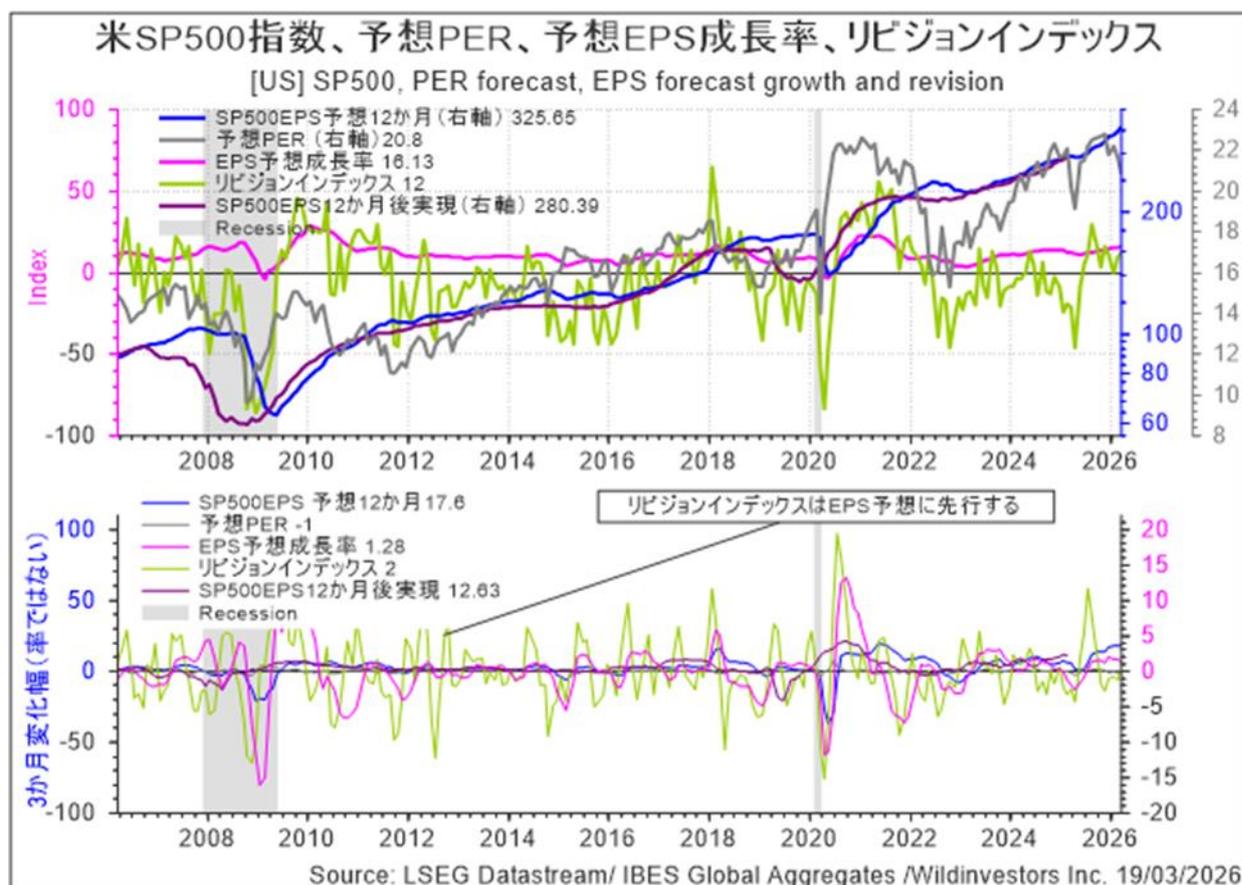
を想定しています。

図表 35 【対 SP500 指数】11 セクターの相対 EPS 予想 (12 か月フォワード)



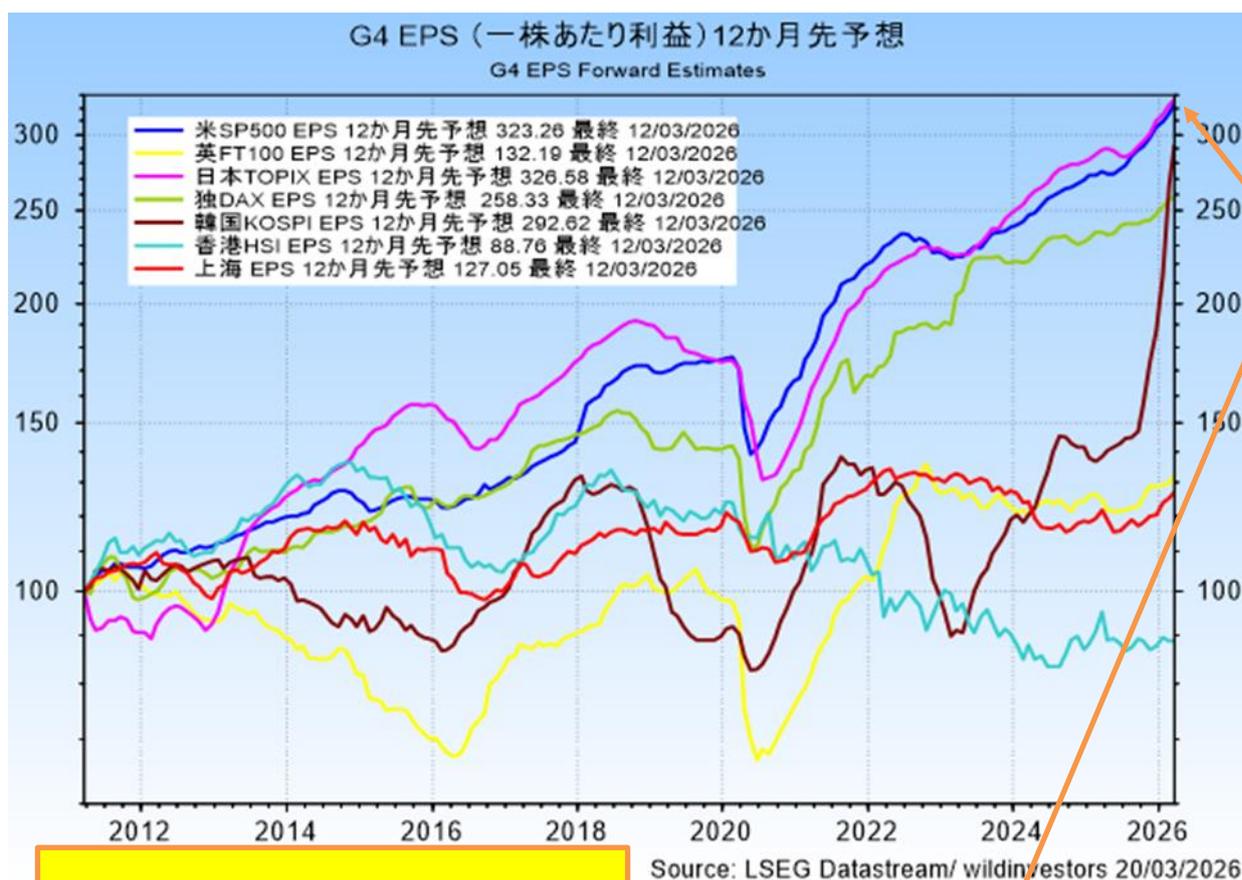
米国個別銘柄の上方修正から下方修正を引いた**リビジョンインデックス**は+9 から+12 へと小幅上昇(図表 36)。そして**予想 EPS**と**予想 EPS 成長率**もやや伸びてきました。下段の3か月変化を見ると**予想 EPS 変化「幅」**は+15.69 から+17.60 へとやや加速。**予想 EPS 成長率**変化は+1.17 から+1.28 へとこちらもやや加速です。

図表 36 米 SP500 指数、リビジョンインデックス、予想 PER、予想 EPS 成長率



国別予想 EPS は 15 年前を 100 と表示します (図表 37)。韓国 の伸びが凄まじく、他が霞んでしまします。また意外なことに日本が米国と並んで EPS の伸びをリード。ただし日本は自虐円高で死にかけていた民主党政権時代が基準であり、その後の異次元緩和で円安ブーストがかかっているためです。通貨込みの株価は米国がダントツであることはご存じの通り。次に伸びたのがドイツでこれも堅調。英国・上海・香港は持ち直したところから勢いが増して来た感じがします。しかし上海・香港は不動産バブル崩壊と西側資金の中国脱出を考えると引き続き投資を避けるべき地域と考えます。

図表 37 主要国 EPS（一株当たり利益 12 ヶ月フォワード）

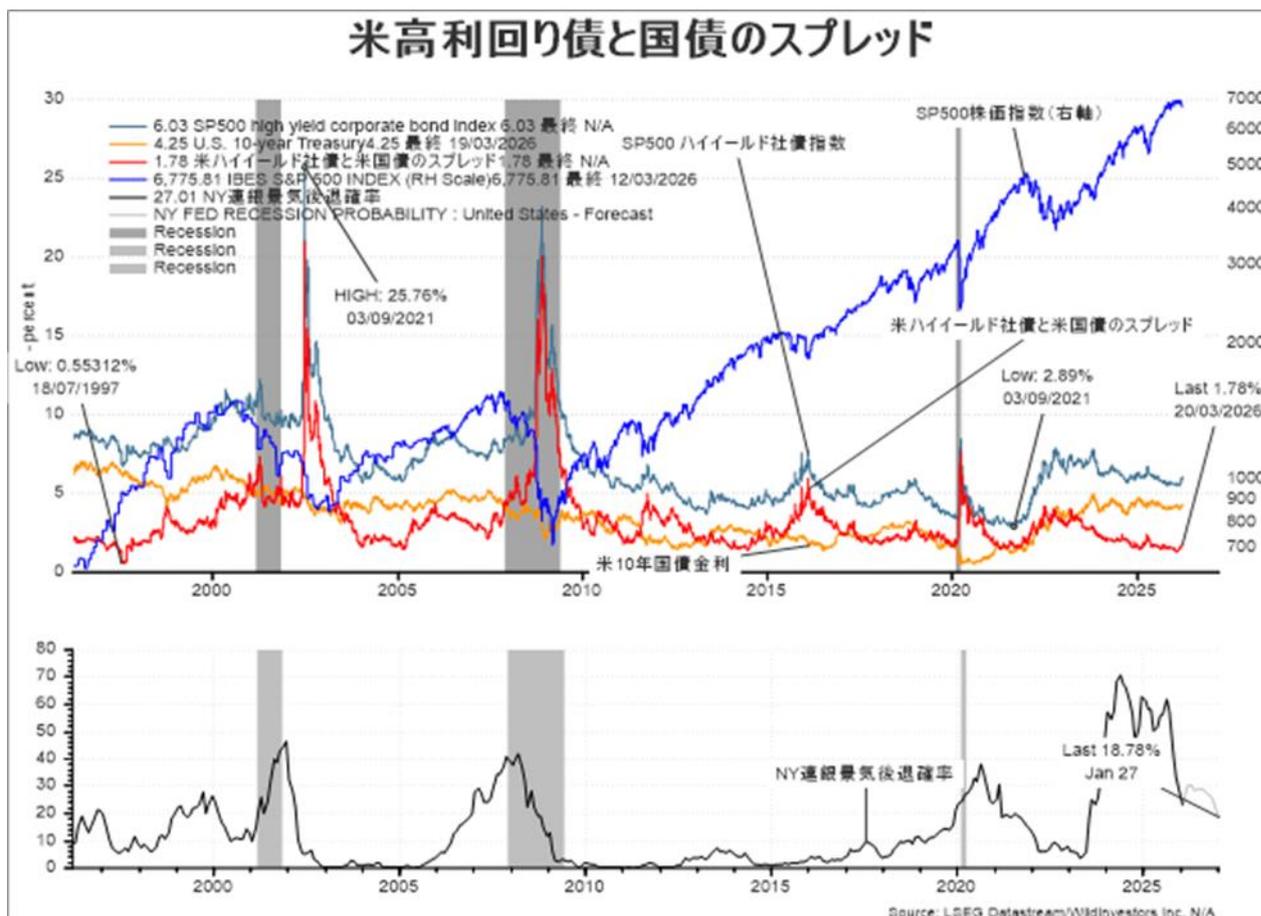


韓国が凄すぎて他が霞んでしまう。

15. 債務延滞率急低下もデフォルト予備軍が増加中

ジャンク債スプレッドを確認します。米10年国債金利が4.08%から4.25%へ上昇。ハイイールド債金利は5.50%から6.03%へ上昇。その差であるジャンク債スプレッドは1.43%から1.78%へと拡大しています（図表 38）。プライベートクレジット・金属・仮想通貨などの市場で信用収縮が拡大しているため、当然の動きと考えます。

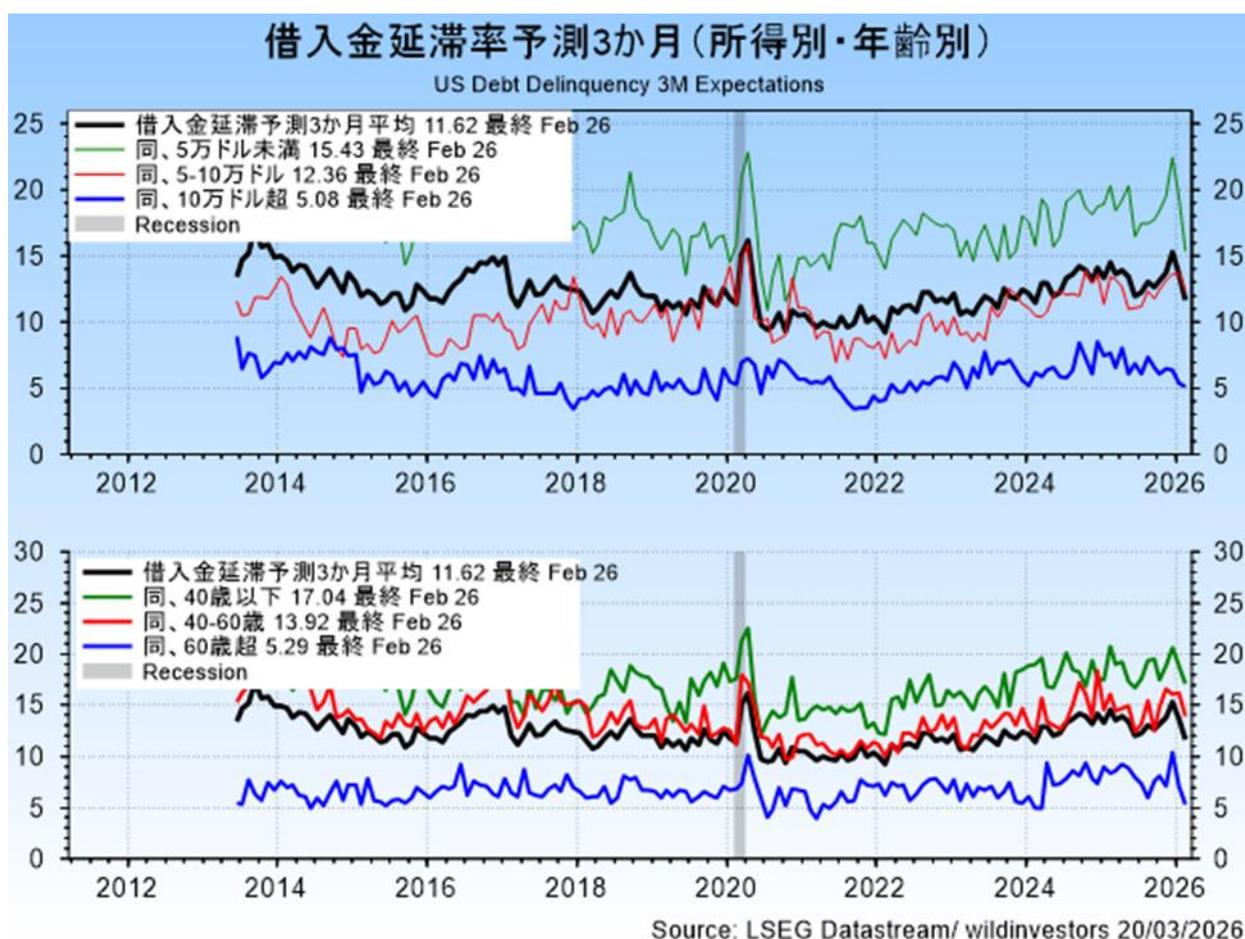
図表 38 ハイイールド債スプレッド



米国の借入金延滞率予測 3 か月は上段パネル「所得別」は**全体**として急低下(図表 39 上段パネル)。特に **5 万ドル以下** が目立って下げ、**5-10 万ドル** や **10 万ドル超** もそれなりに低下しています。

同下段パネルの年齢別も同様に、**40 歳以下**・**60 歳超**・**40-60 歳** いずれも低下。市場では信用収縮が拡大し追証が発生しているという話もあるのに、家計債務状況が改善しているのは不思議です。

図表 39 借入金延滞率予測 3 か月（所得別・年齢別）



この理由について AI に尋ねたところ、「2月是一年で最も現金が潤沢な時期の一つ。平均約\$3,000に達する還付金が、真っ先に高利回りのクレジットカードや個人ローンの延滞解消に充てられた」などと教えてくれました。しかし上のグラフを見る限り、毎年2月にガクンと下がるような季節性は見えないんですね（統計的分析をしたわけではありません）。

また「カード会社や消費者金融機関は、昨年の延滞率上昇を受けて審査を厳格化。リスクの高い借り手への追加融資を絞りつつ、既存顧客に対しては還付金時期に合わせた積極的な返済プランの提案（条件変更）を行っている。」としています。これは放っておくとデフォルト（債務不履行）になってしまうので、貸し手が譲歩して何とか返済してもらおうと努力していることを示します。これは商業不動産でも起きている現象らしく、**実質的なデフォルトや追い貸しが発生しつつある**と解釈して良いでしょう。

さらに私は下のまとめ表から**住宅ローン延滞率が上昇**していることから、実は家計債務が深刻な状況にあるのではないかと考えてしまいます。

=====

2026年2月 米国消費者信用レポート：家計債務と延滞率の動向

Equifax / TransUnion / Experian

2026年3月13日（日本時間）

<https://www.equifax.com/business/blog/-/insight/article/february-2026-consumer-pulse-the-latest-consumer-credit-trends/>

■ 2026年2月期 家計債務・個人ローン統計

【主要指標】	【数値/結果】	【前回/予想との比較】
クレジットカード延滞率	2.58%	-12 bps（前月から改善）
個人ローン延滞率	3.99%	-15 bps（前月から改善）
オートローン延滞率	1.67%	+1 bps（横ばい/微増）
住宅ローン延滞率	4.26%	+27 bps（Q4比で増加傾向）

■ 概況と今後の展望

・2月に個人向け無担保ローン（カード、パーソナルローン）の延滞率が低下した最大の要因は「季節性」である。

・米国では1月後半から3月にかけて「所得税の還付金（Tax Refund）」の支払いが始まり、多くの家計がこの臨時収入を借入金の返済に充当する。

・また、年末商戦（ホリデーシーズン）後の消費抑制と、金融機関による「期末に向けた回収強化・条件変更」が重なったことも影響した。

・ただし、住宅ローンやオートローンなどの担保付債務は高止まりしており、家計の余力には格差が広がっている。

■ 分析：還付金による「一時的なリセット」と潜在的リスク

個人の延滞率低下は、家計のファンダメンタルズが改善したというより、米国の税制が生む「キャッシュフローの季節的偏り」による側面が強い。

1. 税還付によるデレバレッジ（債務削減）：

米国の家計にとって2月は「一年で最も現金が潤沢な時期」の一つ。平均約\$3,000に達する還付金が、真っ先に高利回りのクレジットカードや個人ローンの延滞解消に充てられた。

2. 貸し手の防衛策：

カード会社や消費者金融機関は、昨年の延滞率上昇を受けて審査を厳格化。リスクの高い借り手への追加融資を絞りつつ、既存顧客に対しては還付金時期に合わせた積極的な返済プランの提案（条件変更）を行っている。

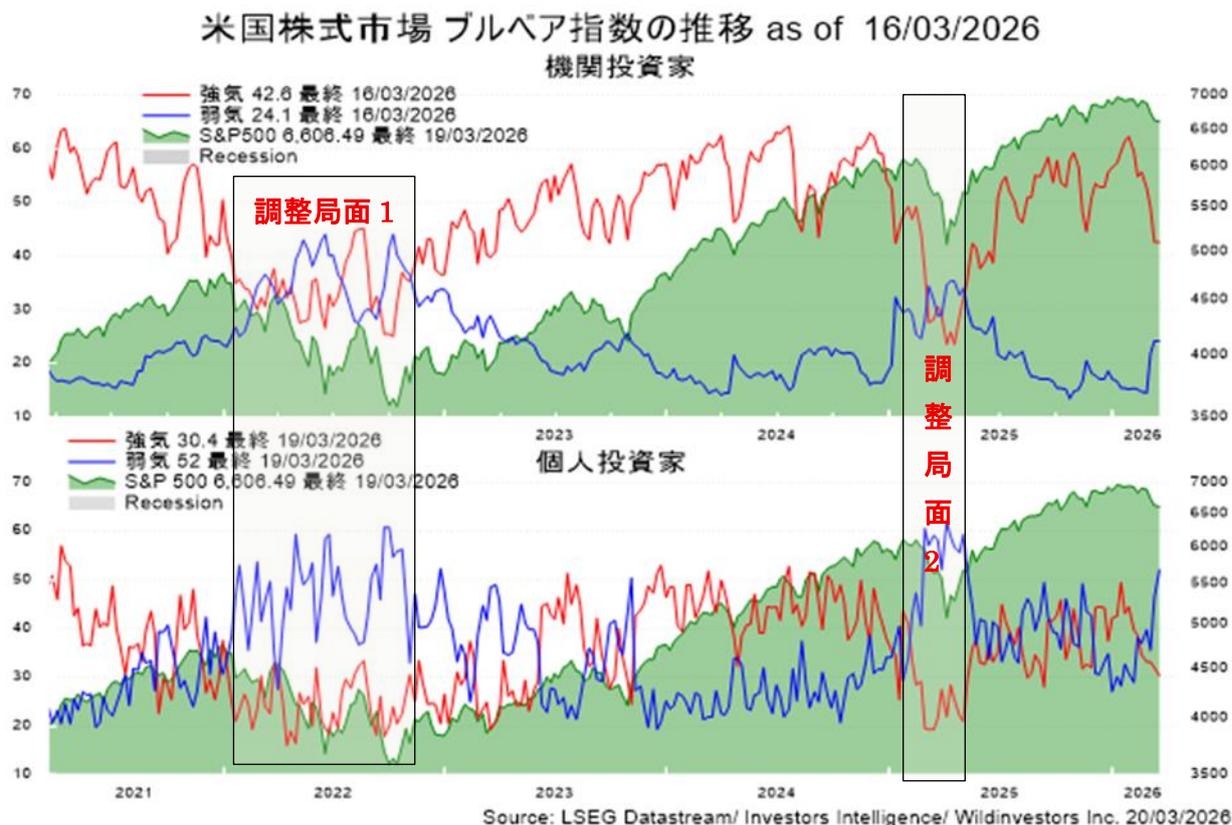
=====

16. いつもならそろそろ買い準備だが、今回は調整大きいと見て慎重に構える

ブルベア指数を確認すると機関投資家は**強気**が減り、**弱気**が増えて差が+18.5ポイントへ大幅縮小（**図表 40** 上段パネル）。機関投資家は**ハードデータ**を分析しているので、**マスメディアのトランプ叩きやインフレ・不況煽り報道に乗りにくい**傾向がありますが、それでも信用収縮の広がりを感じ取っているのかもしれない。

一方の個人投資家は**弱気**が**強気**を逆転して上回り、その差が-11.6ポイント。最近人気個別銘柄が急落しているため、より幅広い銘柄を保有している機関投資家よりも厳しいパフォーマンスになって投資マインドが冷え込んでいる可能性があります。

図表 40 AAI 米国株ブルベア指数（機関投資家・個人投資家）



ところで

株価は基本的に、信用収縮局面でなければ上昇します。

そのことを踏まえて機関投資家と個人投資家が違う動きをしている要因をまとめると、以下のようになります。

- マスメディアは記事を読ませるため不安を煽る傾向がある。今は特に関税やイラン攻撃をトランプ政策の失敗と言いたいのがためその傾向が顕著となっている。
- 機関投資家はハードデータを分析して判断するが、個人投資家はマスメディアの報道に流されやすい
- 機関投資家は知識と経験から「信用収縮局面でなければ株価は上がる」と知っているが、個人投資家は経験が少ないため「そんなにうまく話は続かない」と疑ってしまう
- また機関投資家はどんなに危険を感じても顧客からのマンドート (Mandate) = 「委任された権限」により、株式投資を決められた比率の範囲内で続けなくてはならない。そこで過剰に弱気になることはパフォーマンス的にもビジネス的にもプラスにならない。したがって**常に強気バイアス**がかかりやすく、またそのような人物が組織の中で生き残りやすい。←New!

したがって上の図「調整局面 1」「調整局面 2」で見られるように、大きめの調整の前には感応度が高い個人投資家が弱気になります。よく見ると機関投資家のほうも強気が減ってきてはいるのですが、**弱気が強気**を上回るのはすでに調整が進んだ後か、短期的な株価の底値近辺だったりします。私は今回、「**大きな下落の予兆か、少なくとも「大規模なバリューストックの逆襲で株価指数も調整する」**」と考えています。

VIX 指数先物ポジションにおけるノンコマーシャル (投機家) の正味ポジションはマイナス 4.3 万枚と着実に減少 (**図表 41**)。これはそろそろ買って良いかもしれない強気水準に近づいています。しかし今回の調整はかなり深くなると私は考えているので、**この数字が少なくともプラスになるまでは買う気が起きません**。

この数字が**プラスになったりマイナスが少なくなることは通常「強い買いサイン」**なのですが、マイナスが大きくなっても「今すぐ下がるかどうかはわかりません」。わかるのは「下げ始めたらそれなりに大きいこと」がわかるぐらいです。

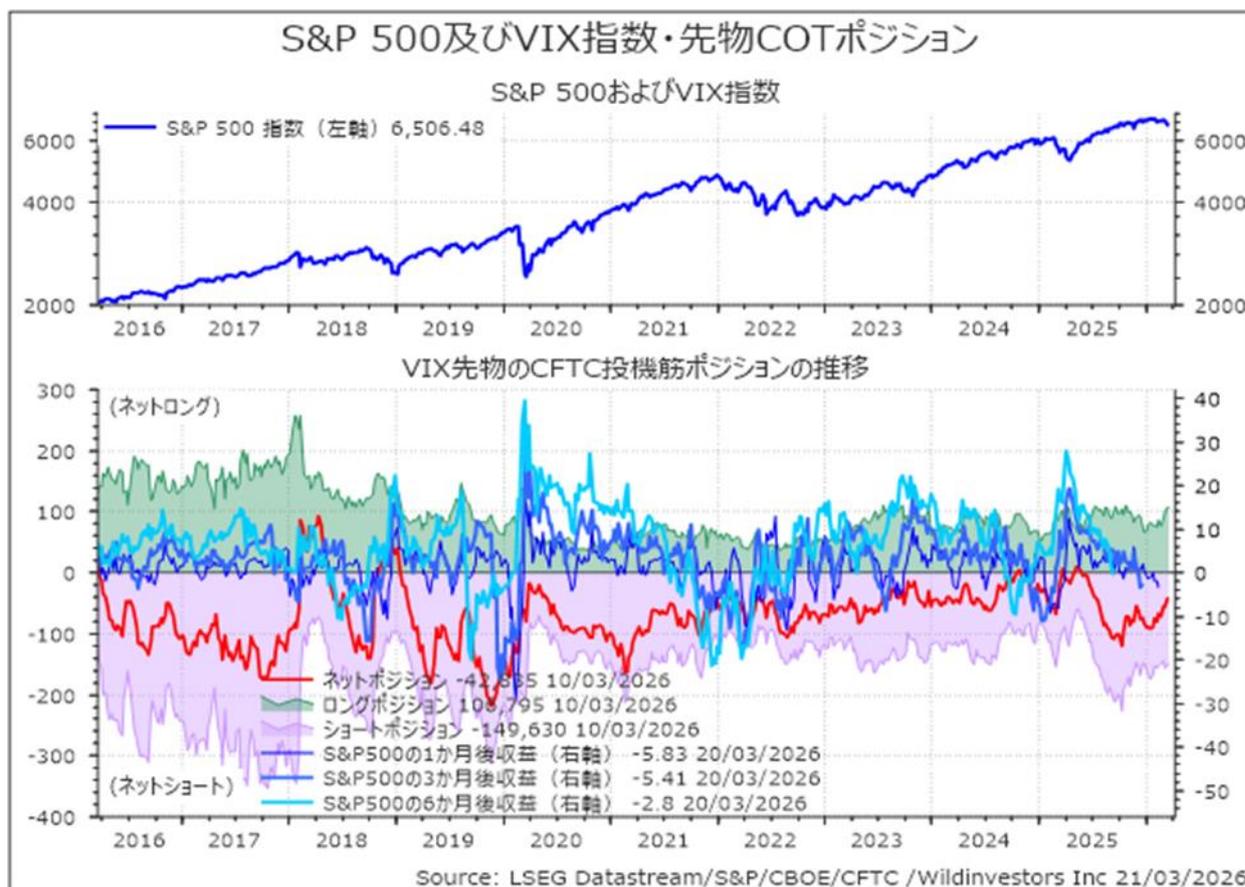
なぜこの数字のマイナスが少ない、あるいはプラスが多いほど強気材料となるかの理由ですが

オプションを売っている人が少ない
→株価急落を警戒している人が多い
→株を買っていない人が多い
→米株は買いの好機

下段パネルにはこの指標に対し、それぞれ **1 か月後**、**3 か月後**、**6 か月後**の SP500 指数パフォーマンス

スを折れ線グラフで示しました。やはり売り玉が減ったりプラスに転じたあと、パフォーマンスが良くなる傾向が示されています。

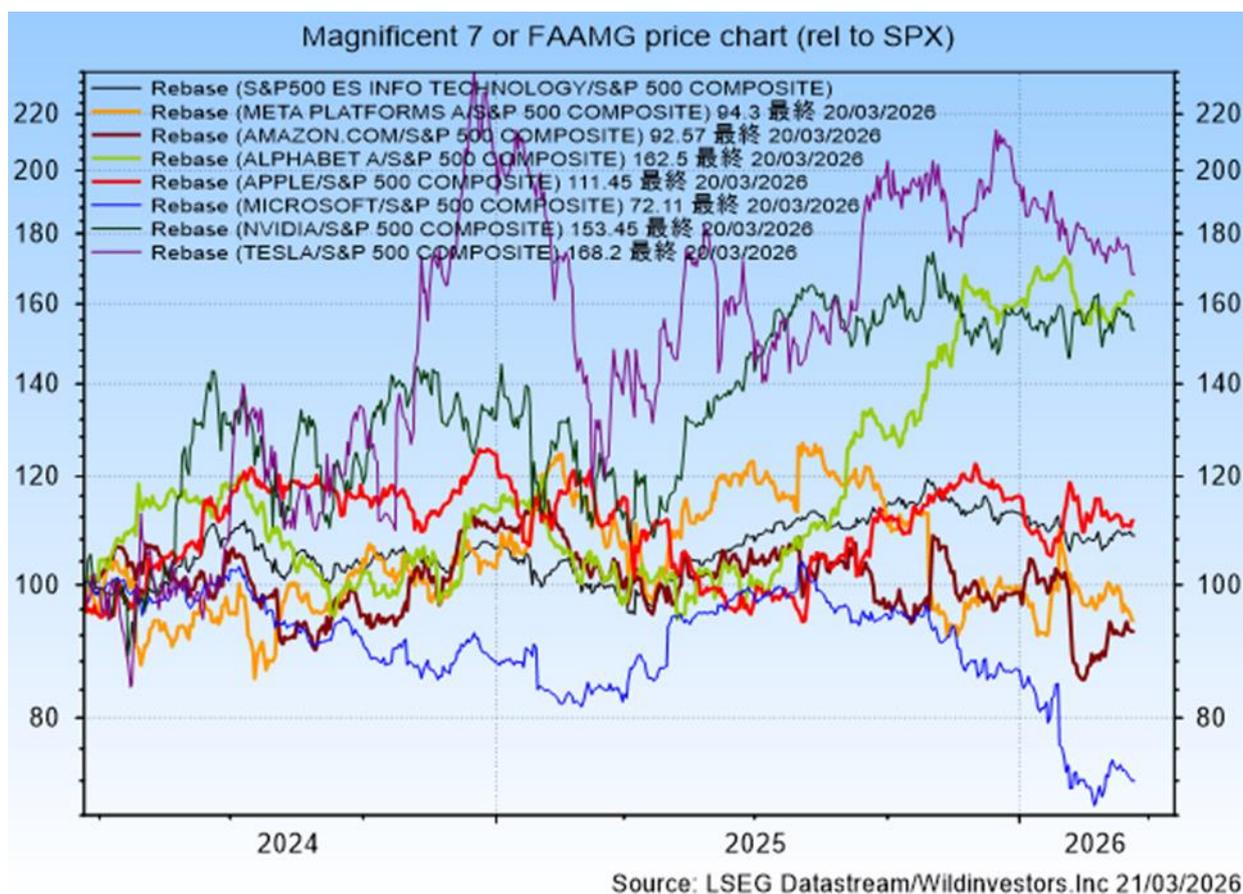
図表 41 米 SP500 株価指数と VIX 指数およびその投机ポジション



17. 「質への逃避」の初動か？マグニフィセント7 占有率下げ止まり

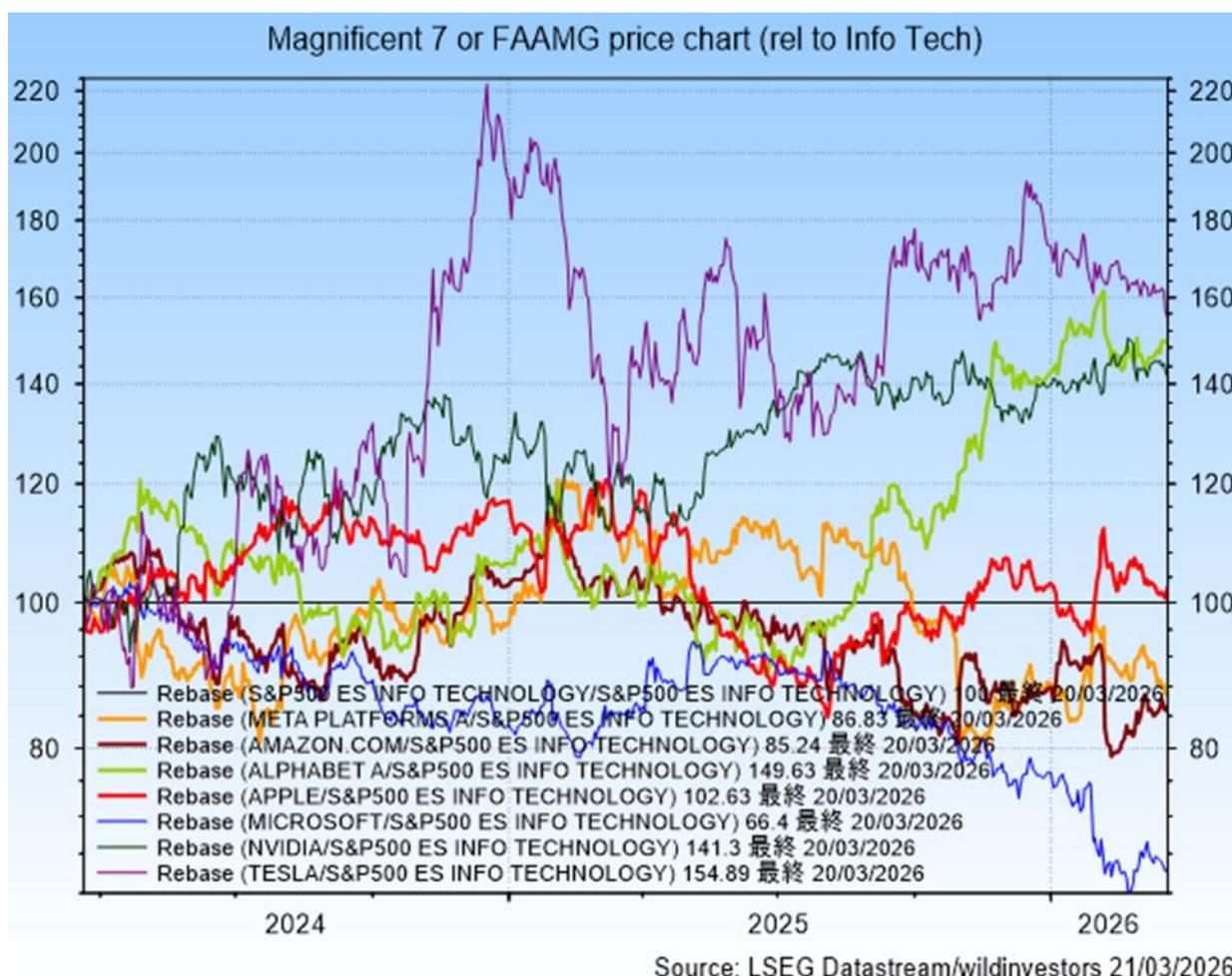
米大手情報技術（IT）企業 **FAANG（ファング）** に **エヌビディア** と **テスラ** を加え、**マグニフィセント7（セブン）** として動きを確認します（図表 42）。**情報技術** は昨年 10-12 月から SP500 に対してジリジリと弱くなり続けましたが、その勢いが鈍って SP500 並みの下落になりつつあります。しかし中で比較的強いと言えるのは **アルファベット（グーグル）** と **アマゾン** だけ。**エヌビディア** が横ばいで、あとは弱いです。**マイクロソフト** はスターゲート陣営の劣勢から売り込まれ、ややリバウンドしたもののまた下落再開。バブル相場の終わりには機関投資家が優良株をまとめて売るので、それが起きるかどうかの瀬戸際です。

図表 42 FAAMG の相対株価（対 SP500）



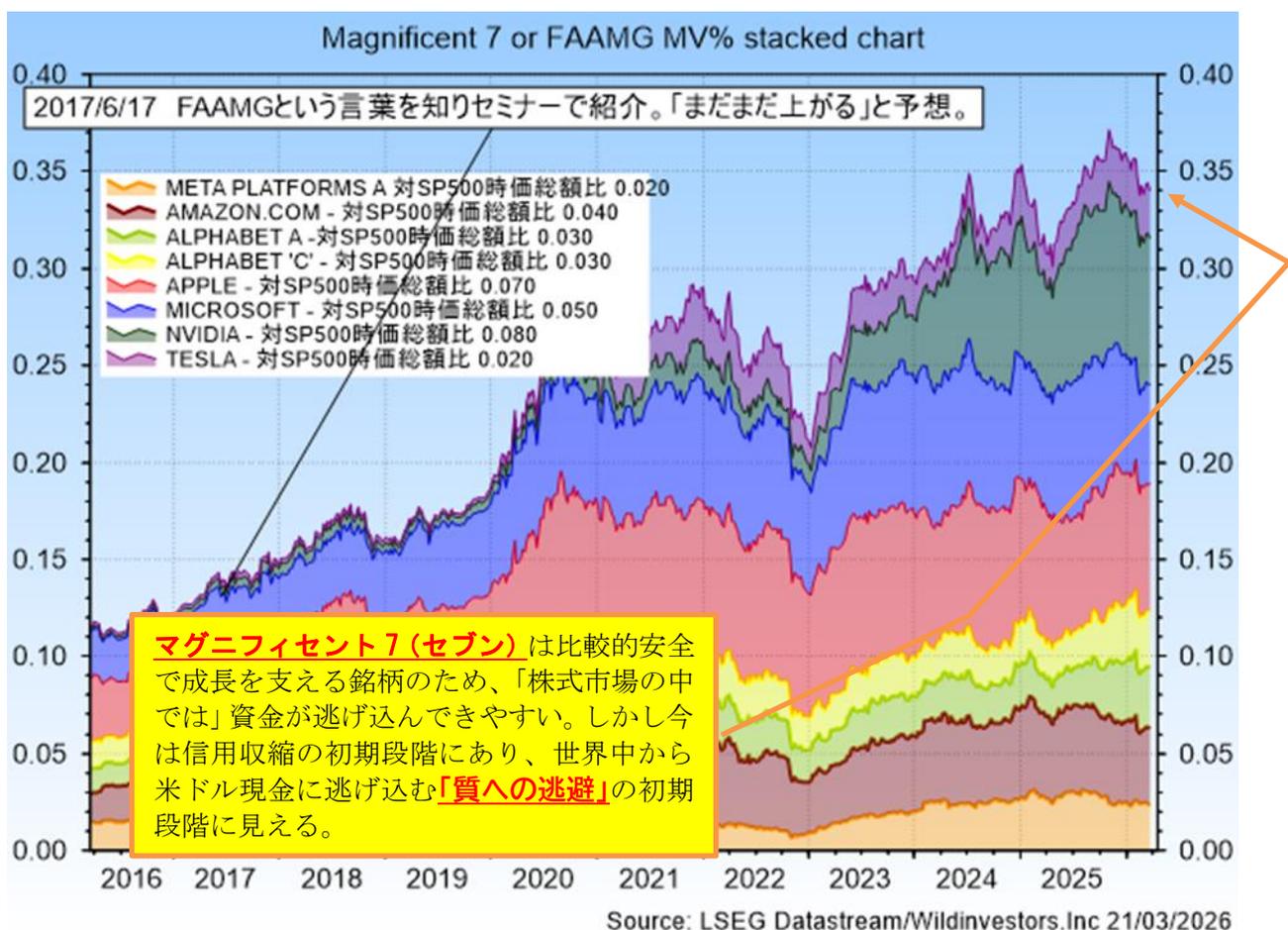
これを対 SP500 情報技術指数で見ると、あまり変わりません（図表 43）。情報技術が SP500 とあまり変わらない動きをしているからです。

図表 43 FAAMG の相対株価（対情報技術指数）



マグニフィセント7(セブン) がSP500の時価総額に占める比率は一時37%近くに達していましたが先月までに34%まで落ちその後は横ばい（**図表 44**）。まずはバブル崩壊の警戒感からこれら銘柄から資金がバリューや小型グロースに流出。その後、信用収縮懸念により支えきれなくなったという展開が透けて見えます。未だに情報技術は米利益成長のかなりの部分を占めており、それ以外のセクターよりも押し目買いが入りやすいことは確かです。おそらく「**資金が米株から逃げ始めた**」と思うのですが、米10年国債金利上昇（価格は下落）を見るとそこにも逃げ込んでいない感じ。他国のリスク資産も売られ、ドルが高くなっていることから、米ドル現金に逃げる「**かなり強い質への逃避**」が起き始めているのではないかと思います。

図表 44 FAAMG の時価総額比率（対 SP500）積み上げグラフ



私はかなり前から

「FAAMG 最良の時代は終わった」

考えています。しかし代わりになる会社がそうそう出てくるわけではありません。

「結局のところFAAMGが有望な会社を買収し続けて、
長期的には時価総額を増やし続ける」

ような気がしています。その前に

マグニフィセント7などごく一部の銘柄が牽引する
二極化相場の反動（リバーサル）

があるはずと考え、いまそれが起きようとしています。仮想通貨や金属など他の市場では小さなバ

ブル（フロス）が弾けており、それらが連鎖拡大して世界的な信用収縮になりえると考えています。

18. 信用収縮を加速させる「満期の壁（maturity wall）」

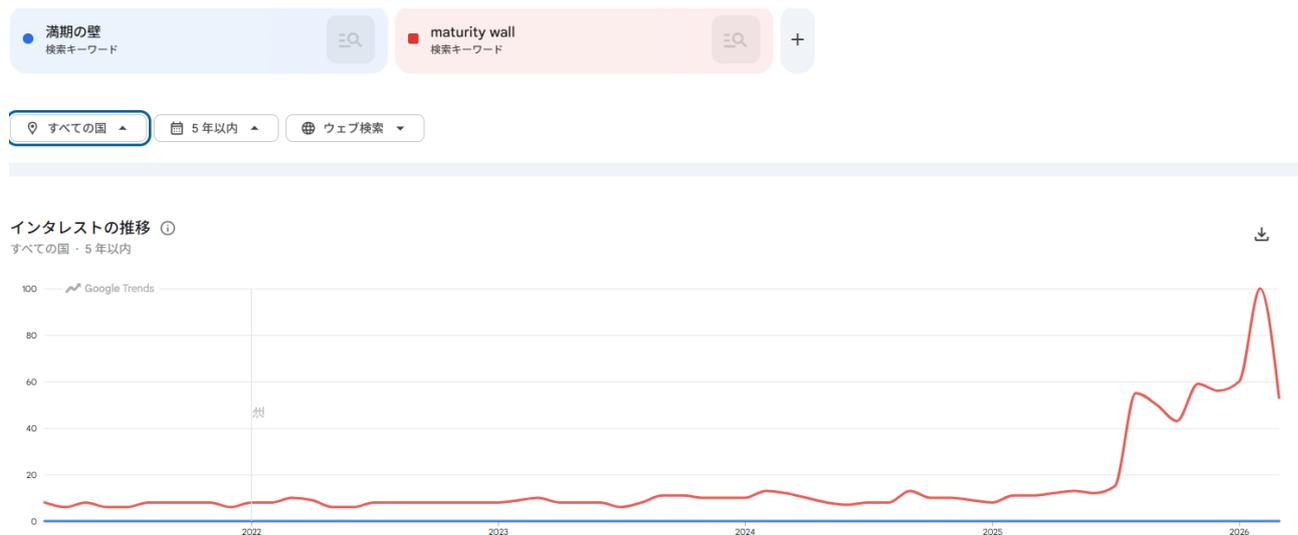
海外では話題になっているが、日本ではそれほどでもないキーワードをひとつ紹介します。

それは

「満期の壁（maturity wall）」

という時限爆弾です。

Googleトレンドを調べても全世界で「満期の壁」は調べられていませんが、英語の「マチュリティウォール（maturity wall）」は昨年半ばからヒットするようになり、最近特に注目度が上がっています。



私がこれを知ったきっかけは、プライベートクレジットのデフォルト率が8%に到達の可能性がある
と書いた記事でした。

=====

プライベートクレジットのデフォルト率、8%到達の可能性ーモルガンS

ソフトウェア分野での高水準のレバレッジと「満期の壁」接近を警戒

プライベートクレジット全体はリスク大だが広範な市場への波及限定

米モルガン・スタンレーによると、人工知能 (AI) の進展がソフトウェア業界を揺るがし続ける中、ダイレクトレンディング (直接融資) の債務不履行 (デフォルト) 率が 8% まで上昇する見通しだ。

ジョイス・ジアン氏を含むアナリストチームは 16 日付のレポートで、AI による混乱はまだプライベートクレジットのファンダメンタルズに重大な影響を及ぼしていないものの、ソフトウェア分野での高水準のレバレッジと大量の債務が同時に返済期限を迎える「満期の壁」接近を受け、デフォルト率がパンデミック (世界的大流行) 以来のピークに近い水準まで押し上げられる可能性があるとして指摘した。

ストラテジストは「ソフトウェア関連ローンの信用ファンダメンタルズは主要セクターの中で最も高いレバレッジと最も低いカバレッジ比率を抱えており厳しい状況にある」と強調。公開市場およびプライベート市場のローン全体ではデフォルトは落ち着いているものの、AI による混乱が進むにつれデフォルトはさらに拡大すると見込んだ。

AI がソフトウェア企業の収益源をどのように変化させるのか投資家が見極めようとする中で、世界のクレジット市場はここ数カ月、圧力を受けている。オルタナティブ資産運用会社は過去 10 年、予測しやすい収益と高い利益率に引き寄せられ、ソフトウェア企業への投資を積み上げてきた。

モルガン・スタンレーによると、ソフトウェアは事業開発会社 (BDC) のポートフォリオで最大のセクターとなっており、エクスポージャーは約 26% に達する。中堅企業向けローンを証券化するプライベートクレジットのローン担保証券 (CLO) でもソフトウェア業界へのエクスポージャーは 19% に上り、それらのローンの多くが近く満期を迎えるとしている。

ピッチブックのデータによると、ダイレクトレンディングにおけるソフトウェア業界向けローンのうち、2027 年に満期を迎えるものが 11%、28 年では 20% になる見込みだという。(略)

=====

ここで気になったのはソフトウェア業界にも、商業不動産と同じく、大量の債務が同時に返済期限を迎える「満期の壁 (maturity wall)」が 2027-28 年に接近していることと書いています。

私は「満期の壁 (maturity wall)」という単語を知らなかったため、AI でざっくり調べてもらいました。以下、Gemini による回答です。

■ ソフトウェア分野および市場全体の「満期の壁 (Maturity Wall)」まとめ

【1. 債務償還のスケジュール推計】

- ・ 2025 年 : 約 200 億 ~ 300 億ドル

- ・ 2026 年：約 600 億～800 億ドル（急増ポイント）
- ・ 2027 年～2028 年：年間 1,000 億ドル（約 15 兆円）以上のピーク

※パンデミック期の低金利下で行われた LBO（買収）債務の借り換え期限が集中。

【2. 注目すべきリスク要因】

- ・ 利払い負担の増大：3～4%台の旧債務が、現環境では 8～10%超での借り換えに。
- ・ 格下げリスク：B-格付け以下のソフトウェア企業におけるデフォルト懸念。
- ・ 不動産市場の壁：CMBS（商業不動産ローン担保証券）でも 2026 年に約 1,000 億ドルの満期。

【3. 参照 URL・データソース】

1. S&P Global Ratings（デフォルトとリカバリーの調査）

<https://www.spglobal.com/ratings/en/regulatory/article/default-transition-and-recovery-us-recovery-study-supportive-markets-boost-loan-recoveries-s101659996>

※無料アカウント作成で詳細グラフの閲覧が可能。

2. Bain & Company（グローバル・プライベート・エクイティ・レポート）

<https://www.bain.com/insights/topics/global-private-equity-report/>

※PE ファンド保有企業の出口戦略と債務の関係。

3. Bloomberg（負債の壁に関するインフォグラフィック）

<https://www.bloomberg.com/>

※“Maturity Wall”で検索すると、視覚的なデータが豊富。

【4. 市場監視のキーワード（英語圏との乖離）】

- ・ Maturity Wall（満期の壁）
- ・ Refinancing Risk（借り換えリスク）
- ・ Leveraged Loan / High Yield Debt（レバレッジド・ローン / ハイイールド債）
- ・ Private Credit（プライベート・クレジット：銀行に代わる新たな受け皿）

つまりコロナ時に3-4%台で借りていた債務を**借り換え(リファイナンス)**するために、現在では8-10%以上の金利が必要となっているということです。さらに企業業績や業種によってはさらなる上乗せ金利(プレミアム)が必要となり、それでも借りられないとなれば破綻してしまいます。

そのように押し寄せるリファイナンスの波が「満期の壁(maturity wall)」と呼ばれているのです。それは今年あたりから急増ははじめ、2027年-2028年に年間1,000億ドル(約15兆円)以上でピークを迎えるとのこと。

これはSP500の時価総額61.1兆ドル(約9,684兆円)と比較すると小さな数字に見えます。しかし

- 損失穴埋めのため他の資産を売ることになったり、
- その結果デフォルト(債務不履行)が他市場に連鎖したり、
- 不正などが発覚して投資家が資金を出さなくなったり回収を急いだり
- そのようにして世界的な信用収縮へと広がってゆく

可能性が高まりつつあります。

これを「まだ時間がある」と見るか、「危機はもう始まっている」と見るか。

私は後者の立場です。

19. 負債管理取引(LMT) = 債権者間の暴力で他の債権者に損失を押し付ける

この件は調べれば調べるほど、「**よりヤバい話**」へと広がってゆきます。

たとえば上で紹介したSPグローバル記事は長いのですが、中身は非常にショッキングです。ここでは記事のまとめと、用語の説明をします。これを頭に入れておくとその先起きの問題を理解できて有利と思います。しかし不要と感じる方は次の小見出し「[銭形「第二のサブプライムローンか?『満期の壁』を追って、とんでもないものを見つけてしまった!」](#)」へと進んでください。

=====

債務不履行、移行、回収：米国の回収に関する調査：好調な市場が貸付金の回収を後押し

2025年12月17日 | 17:04 EST

<https://www.spglobal.com/ratings/en/regulatory/article/default-transition-and-recovery-us-recovery-study-supportive-markets-boost-loan-recoveries-s101659996>

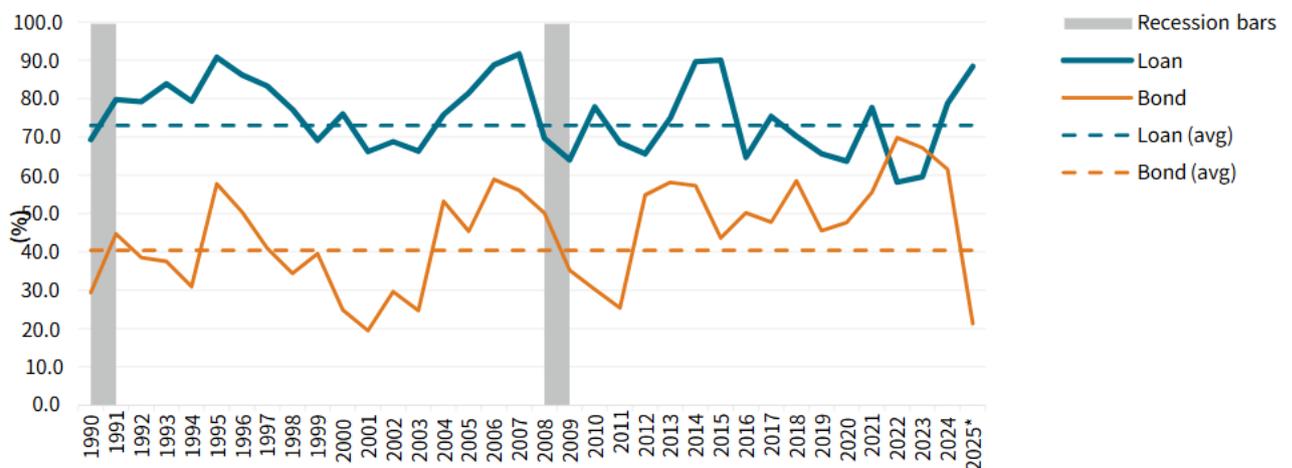
(Gemini による要約)

■ S&P Global レポート要約：2025 年米国回収調査（2025/12/17 発行）

【1. 2025 年の総括：回収率の極端な二極化】

- ・貸付金（ローン）回収率：88.4%（2024 年の 78.8%から上昇）
→ 良好な資金調達環境と低デフォルト率を背景に、長期平均(75.4%)を上回る。
- ・債券（ボンド）回収率：21.3%（2024 年の 61.5%から急落）
→ 2001 年以来の最低水準。長期平均(40.4%)を**大幅に下回る異常事態**。

Recoveries from bondstrokes a steep drop in 2025



* Data through Sept. 30, 2025. Tallied for the year of emergence. Loans includes term loans and revolving credit facilities; bonds includes bonds and notes. Only includes instruments that emerged following default from U.S. issuers. Source: S&P Global Market Intelligence's CreditPro®, S&P Global Ratings Credit Research & Insights.

Copyright© 2025 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

【2. 回収率を押し下げる 3 つの構造的要因】

① 負債管理取引(LMT)の台頭

・「債権者間の暴力 (Creditor-on-Creditor Violence)」：特定の貸し手を優先し、他の投資家を排除する法的再編。

・担保の引き抜き(Drop-down)や優先順位の書き換え(Uptiering)が、同一順位内での「勝者と敗者」を生んでいる。

② コヴライト(Cov-lite)構造の弊害

・財務維持条項がないため、デフォルトが先送りされ、企業の価値が枯渇してから破綻に至る。

・コヴライト型の第一順位ローンは、非コヴライト型より回収率が約 9.3%低い。

③ デット・クッションの喪失

- ・2021年以降の第一順位ローン案件のうち、十分なクッション（劣後債務）を持つものは5%未満。
- ・損失を吸収する後順位の「壁」がないため、第一順位の債権者が直接ダメージを負いやすい。

【3. 金融商品別・担保別の回収統計（1987-2025 平均）】

金融商品の種類	平均回収率 (割引ベース)	中央値	備考
リボルビングローン	79.1%	95.2%	最も安全、SSRCFはさらに高水準
第一順位タームローン	70.8%	79.6%	主力のローン商品
シニア担保付債券	57.6%	58.9%	債券の中では最も高い
セカンド・リエン・ローン	43.9%	31.2%	回収は「全額かゼロか」の二峰性
シニア無担保債券	44.9%	42.2%	
劣後債	22.8%	9.2%	回収は極めて困難

【4. デフォルト形態と企業規模による差異】

- ・デフォルトタイプ：破産(72%)、**ディストレスト・エクスチェンジ(DE: 26%)**。
→ 近年はDEが急増。債券については破産よりもDEの方が回収率が高くなる傾向。
- ・企業規模：中堅企業（ミドルマーケット）の方が、大企業よりも回収率が高い（約80%）。
→ 理由：**債務構造が単純で、LMT(出し抜き取引)が発生しにくい**ため。
- ・セクター別：公益(75.9%)や運輸(57.9%)が高く、住宅・不動産(41.8%)や通信(42.1%)が低い。

【5. 2026年「満期の壁」への示唆】

・現在の「好調な市場」がローンの回収率を下支えしているが、金利高止まりや景気後退で市場が冷え込んだ場合、構造的な脆弱性（LMT、クッション欠如）が一気に顕在化し、深刻な回収不能に陥るリスクがある。

今回のレポートは、2026年からの「満期の壁」が単なる金額の問題だけでなく、

「いざデフォルトした時に、これまでの常識 （第一順位なら7割回収できる等）が通用しない」

という法務・構造的なリスクを含んでいることを示唆して

=====

以下、AIによる用語解説。

■ コブライト(covenants-lite / cov-lite)型ローン まとめ

【1. 定義と特徴】

- ・コバナンツ（財務制限条項）が極めて緩い、あるいは維持義務がない融資形態。
- ・従来のローン：四半期ごとに財務指標（負債/EBITDA 倍率等）の維持を義務付け（Maintenance Covenants）。
- ・コブライト型：特定の行動（追加借入、配当支払等）の際のみチェックが発生（Incurrence Covenants）。

【2. 普及の背景（借り手優位の市場）】

- ・超低金利時代、投資家が高利回りを求めてレバレッジド・ローン市場に殺到。
- ・企業やプライベート・エクイティ（PE）が、より緩い条件を提示する貸し手を選別可能に。
- ・現在、米欧のレバレッジド・ローン市場の約8割～9割がこの形式。

【3. 「満期の壁」におけるリスク要因】

1. デフォルトの遅延（ゾンビ化）

財務が悪化しても条項に抵触しないため、本来早期再建すべき企業が延命し、問題が深刻化する。

2. 回収率（リカバリー・レート）の低下

債権者が介入できるようになった時には既にキャッシュが底をついており、法的整理時の回収額が激減。

3. リファイナンス（借り換え）の断絶

2026年以降の満期時、現在の高金利・高リスク環境では「コヴライト条件」での継続は困難。
厳しい条件（フル・コベナント）への変更と金利上昇がセットで突きつけられる。

【4. 投資家視点のチェックポイント】

- ・ EBITDA のアドバック（実態より利益を大きく見せる調整）がどの程度許容されているか。
- ・ 資産売却や子会社への資産移転に関する制限がどれほど緩和されているか。

■ 負債管理取引（LMT: Liability Management Transaction）まとめ

【1. 定義と目的】

- ・ 企業が自身のバランスシート上の負債（ローンや社債）を再編・管理するために行う取引。
- ・ 主な目的：流動性の確保、満期の延長、利払い負担の軽減、法的倒産（破産）の回避。

【2. なぜ今、注目されているのか（コヴライトとの関係）】

- ・ コヴライト型ローンの「緩い制限条項」により、企業は従来の融資契約では禁止されていたアグレッシブな資産移動や優先順位の変更が可能になっている。
- ・ **「満期の壁」が迫る中、通常の借り換えが困難な企業が、生き残りをかけて実行**している。

【3. 代表的な手法（アグレッシブな例）】

1. **ドロップダウン(Drop-down)**

担保となっている優良資産（知的財産等）を、制限のない子会社へ移転。

その資産を担保に、新たな「優先度の高い」融資を受ける手法（例：J. Crew 事案）。

2. **アップティアリング(Uptiering)**

既存の債権者のうち、一部の「協力的なグループ」だけに優先順位の高い新債務を割り当て、

非協力的な債権者の順位を相対的に引き下げる手法（例：Serta Simmons 事案）。

3. ダブルディップ(Double-dip)

新規融資に対し、親会社の保証と子会社への転貸融資の両方を担保に設定し、
実質的に2重の請求権を与えることで、他の債権者より有利な立場を作る手法。

【4. リスクと市場への影響】

- ・「債権者間の暴力」：一部の投資家が利益を得る一方で、排除された投資家は大きな損失を被る。
- ・法廷闘争の急増：取引の有効性を巡り、排除された債権者が企業を訴えるケースが多発。
- ・投資家心理の悪化：**契約書の「抜け穴」を突くLMTへの警戒から、新規融資の条件が厳格化。**

■ セカンド・リエン(Second-lien)タームローン まとめ

【1. 定義と構造】

- ・担保権（リエン）の順位が2番目の融資。
- ・第一順位（First-lien）の債権者が全額回収した後の「残りの担保価値」に対して請求権を持つ。
- ・通常、レバレッジド・ローン市場において、第一順位よりも高いリスクを負う分、金利（スプレッド）が高く設定される。

【2. 主な特徴】

- ・劣後性：清算時の回収順位は「第一順位ローン > セカンド・リエン > 無担保社債 > 株式」。
- ・コベナンツ：第一順位よりも緩い「インカーランス型(特定の行動時のみチェック)」が多い。
- ・**主な出し手:ヘッジファンド、BDC(事業開発会社)、クレジット・ファンドなどの機関投資家。**

【3. 「満期の壁」および「LMT」との関連リスク】

1. 回収率の極端な低さ

「コブライト」や「LMT」によって第一順位の債務が膨らんだり、担保資産が抜き取られたり（ドロップダウン）すると、**2番手であるセカンド・リエンの回収見込みはほぼゼロ**になる。

2. 債権者間合意（Intercreditor Agreement）の罍

第一順位の債権者が「LMT」で自らの地位をさらに高める（アップティアリング）際、セカンド・リエンの債権者が反対できないような制約が契約書に盛り込まれているケースがある。

3. 借り換えの困難さ

市場が冷え込むと、真っ先に「2番手」への融資が止まる。2026年の満期時に、第一順位のローンですら高金利になる中、セカンド・リエンの借り換えは非常にハードルが高い。

【4. 投資家にとっての意味】

- ・ハイリスク・ハイリターンの象徴。
- ・景気拡大期には高い利回り（インカム）を得られるが、景気後退期の「デフォルト」局面では、最も激しい損失を被りやすい「薄い（Thin）」階層。

20. 銭形「第二のサブプライムローンか？『満期の壁』を追って、とんでもないものを見つけてしまった！」

私はもともと債券ディーラーだったので、ここまでの話だけでもとんでもないインチキが顕在化しつつあること鳥肌が立ちます。

銭形「第二のサブプライムローンか？『満期の壁』を追って、とんでもないものを見つけてしまった！」

近年はデフォルトを避けるため、支払うべき利息を元本に上乗せするペイメント・イン・カインド（PIK=Payment-in-Kind：現物払い）が横行していることは気になっていました。それは実質的な「追貸し」であり、負債総額を膨らませる代わりに破綻を先延ばしにする行為です。日本のバブル期でもそのように貸し手が先送りを続けた結果、1997-1998年に金融システムを巻き込んだ大型連鎖破綻が発生しました。だから今回のバブルが終わるときも、先延ばしにして膨れ上がった債務問題が大爆発するものと予想はしていました。

■ PIK（Payment-in-Kind：現物払い）債務まとめ

【1. 定義】

- ・利息を現金で支払う代わりに、その利息分を「元本に上乗せ」する仕組み。
- ・例：100億円の借入で利息10億円をPIK払いすると、翌期の債務残高が110億円に増える。

【2. デフォルト回避としての機能】

- ・資金繰りが苦しい企業が、キャッシュアウト（現金の流出）を抑えるために利用。
- ・「PIK トグル」：企業の判断（あるいは一定の条件）で、利息支払いを「現金」か「PIK」か選択 (Toggle) できる条項。

【3. 債権者が応じる理由とリスク】

- ・メリット：デフォルト（破綻）による即時の全損を避け、将来の再建や出口（Exit）に望みをつなぐ。通常、PIK を選択すると金利が上乘せされる（リスクプレミアム）。
- ・デメリット：債務が雪だるま式に増えるため、最終的な破綻時の損失がより巨大になるリスク（先送りの代償）。

【4. 「満期の壁」との関連】

- ・2026年以降の満期において、現金での利払いが不可能な企業が、このPIK（あるいはPIKを含むプライベート・クレジットへの借り換え）を「延命策」として多用することが予想されている。

ところが私が今回知った負債管理取引（LMT=Liability Management Transactions）は、それに輪をかけて悪辣なものです。日本の法律や常識だと「完全にアウト」な気がします。図表 45 にまとめました。特に右端の列にある「問題点」にご注目ください。

図表 45 アグレッシブな負債管理取引（LMT）

名称	その手法	問題点
1. <u>ドロップダウン</u> (Drop-down)	<ul style="list-style-type: none">● 担保となっている優良資産（知的財産等）を、制限のない子会社へ移転。● その資産を担保に、新たな「優先度の高い」融資を受ける手法（例：J.Crew 事案）。	債権者は担保を根拠に回収のメドを立て融資をしている。その担保が他に移されたのでは融資の前提が崩れる。 契約違反で資金を即刻返すよう求められるのが普通では？
2. <u>アップティアリング</u> (Uptiering)	<ul style="list-style-type: none">● 既存の債権者のうち、一部の「協力的なグループ」だけに優先順位の高い新債務を割り当て、● 非協力的な債権者の順位を相対的に引き下げる手法（例：Serta Simmons 事案）。	債権者は平等に扱うのが民法および倒産法の大原則（ただし現実には大口ほど発言力が強いいため、小口債権を買い集める人もいる）。ところが 同じカテゴリ内で特定の債権者をひいきして返済を優先することはその大原則に反する。そんなことが許されるのか？(怒)
3. <u>ダブルディップ</u> (Double-dip)	<ul style="list-style-type: none">● 新規融資に対し、親会社の保証と子会社への転貸融資の両方を担保に設定し、	これまさか同じ担保に二重三重の請求権を与えて、 それらを担保に別々のところから資金を

	<ul style="list-style-type: none"> ● 実質的に 2 重の請求権を与えることで、他の債権者より有利な立場を作る手法。 	<p>借りてたりしないですよね？ 住宅に対し二重担保で資金を借りる手口ってこれのこと？。</p>
--	--------------------------------------------------------------------------------------------	-------------------------------------------------------------

これらすべてが問題だと思うのですが、特にアップティアリング (Uptiering) について AI に聞いてみました。すると「合法性の根拠：契約書の手続きに従っている限り、合意した当事者間の自由とされる。」とのこと。そしてやはり「今後揉めそう」とのこと、驚きです。

■ アップティアリング (Uptiering) と法的原則の矛盾

【1. 日本の原則：債権者平等】

- ・ 根拠：民法および倒産法（破産法等）。
- ・ 内容：同一順位の債権者は債権額に応じて平等に弁済を受ける。
- ・ 実務：銀行団の協調（メインバンク制）により、出し抜きは困難。

【2. 米国の現実：契約自由の優先】

- ・ 根拠：ニューヨーク州法等の契約法、連邦倒産法（ただし倒産後のみ）。
- ・ 仕組み：契約書の「多数決条項 (Required Lenders)」を利用。
- ・ **合法性の根拠：契約書の手続きに従っている限り、合意した当事者間の自由とされる。**

【3. アップティアリングの「闇」と今後のリスク】

- ・ 秘密保持：合意直前まで非公開で行われ、**少数派債権者は事後報告**となる。
- ・ 債権者間の暴力：同じ「第一順位」だった仲間が、**一夜にして「優先」と「劣後」に分かれる。**
- ・ 2026 年問題：満期の壁を前に、生き残りをかけた「出し抜き型再編」が急増し、法廷闘争が激化する見通し。

この説明を聞いて、私は日米の選挙制度の違いを思い出しました。

日本の選挙制度では、不正をすることはかなり難しいです。だから米国で不正選挙だと訴えても、最初は「そんなわけないだろ」と信じられません。

しかし米国の選挙制度を知ると、「わざと不正できる仕組みにしているのか」と思うほどガバガバです。だから不正選挙の訴えを聞いて「さもあんなん」と思えるようになります。

いまや米国の融資は無法地帯です。

これもう、危なくて融資できないですよん。

どうやらみなそう考えているようで、新規の融資が止まり始めているようです。

いま信用収縮が拡大しつつある最大の要因は、この「融資市場への信頼が失われたこと」かもしれません。

21. 担保が…ないツツツ！（投資戦略で考慮すべきこと）

この件はまだまだ掘り下げ足りませんが、いったん投資戦略として落とし込みます。

- 「担保付き」「高格付け」は何の保証にもならない
- だったら株式に分散投資した方がはるかにマシ
- 最も損を押し付けられそうなのは、格付けを信用し機械的に運用している債券ファンド
- したがって強いコネや政治力を持たない投資家は**国債以外の金利商品に近づいてはならない**

大前提として

**債券やプライベートクレジットにおける担保はいまや、
返済を保証するものではなくなった
＝格付けも当てにならない**

ことが出発点となります。

一般的に債券は厳しい法律に守られ、格付けに監視され、回収率も高いとの印象を私は持っていました。

しかし今や負債管理取引（LMT）でコネや力のある債権者が先に担保を持ち出したり優先的に返済してもらいます。すると**何もしない投資家には残りカスしか与えられない**のです。

すると最も損を押し付けられそうなのは、格付けて機械的に運用している債券ファンドです。AAAだと思って油断していると、担保はみな他の債権者に奪われて何も残っていません。倒産してはじめて

「担保が…ないツツツ！」

とうろたえることになります。

強いコネや政治力を持たない個人投資家にとって、債券は非常に危険な投資対象となりました。

比較的安全だと思われた担保付き貸付（債券）が回収できないとなれば、それは無担保と同じことです。だったら「金利という上限」が決められている債券ではなく、無限の利益が期待できる株式に分散投資した方がはるかに低いリスクで高いリターンを得られます。

特にセカンド・リエン・ローンは全額回収かゼロ回収かの二択で中央値は 31%。シニア無担保債の中央値 42.2%より低いのなら投資する意味がありません。

あれ？

そういえば「日本の機関投資家がプライベートクレジットへの投資に意欲を燃やしている」という記事が増えてきましたね。

これはヤバいと思いますよ。

「担保付」「高格付け」を信じてババを掴まされるのではないですかね。

知り合いに関係者する人がいたら、ぜひ「ヤバいよヤバいよ」と教えてあげてください。

22. インドネシアにも「満期の壁」と「リファイナンス危機」

ところがこの「満期の壁」、新興国も無関係ではないようなんですよ。

そのためにまずは「インドネシア中銀がルピア下支えのため外貨取引規制を強化」という記事を紹介します。

=====

インドネシア中銀、外貨取引規制を強化 ルピア下支えへ

2026年3月17日午後 5:49 GMT+9

<https://jp.reuters.com/markets/japan/PNMOAMFJMFNKDB7TN2AJ4U67RU-2026-03-17/>

73/131

[ジャカルタ 17日 ロイター] - インドネシア中央銀行は17日、通貨?ルピアの下支えを目的に、?外貨取引に関する新たな規制を導入すると発表した。4月から?適用する。

ペリー・ワルジヨ?総裁によると、ルピア建て?で外貨を購入する際の?上限額を1当事者・月当たり10万ドル?から5万ドルに引き下げる。

一方、国内ノンデリバブル・フォワード（NDF）?の売却上限は、1取引当たり500万ドル?から1000万ドルに引き上げる。

スワップ取引?の売?買上限も、1取引当たり500万ドルから1000万ドルに拡大する。

トーマス・ジワンドノ副総裁は「外貨?の売?買が投機?的ではなく、実需に基づくものとなるよ?うにすることが狙いだ」?と?説明した。

ワルジヨ総裁は、ルピアについて、他の新興国通?貨と?同様、米国・イス?ラエルの対イラン戦争の影響で圧力?を受けるとの見方を示した。（略）

=====

私の反応は「あれ、インドネシアルピアってそんなに下げてたっけ?」。

円も下げているので、対円のチャートだとそれほど下げているようには思えません。

しかし確かに、対ドルだとずっと下げ続けています。

図表 46 米ドルとインドネシアルピア

アメリカ合衆国ドル から ルピア

16,956.2000

↑17.63% +2,541.0000 5年

3月21日, 8:18:20 UTC · 免責条項

1日 5日 1か月 6か月 年初来 1年 5年 最大



<https://www.google.com/finance/quote/USD-IDR?window=5Y>

しかしさらに調べてみると、これもどうやら「満期の壁(maturity wall)」と関係しているようです。

AIによると **インドネシアの対外債務は外貨建てが多く、そのうちさらに3分の2が米ドル建て**とのこと。

これではドル高と金利上昇で死んでしまいそうですね。

親密な中国様は助けてくれるどころか、高速鉄道の金利をふんだくってますし。

=====

AI (Gemini) による回答

インドネシアの対外債務において、米ドル建てが占める割合は極めて高く、経済の「ドル依存」を象徴しています。

最新の統計 (2026年1月時点) に基づくと、通貨別の構成は以下の通りです。

■ 通貨別債務の内訳（推計） 対外債務の総額 4,347 億ドルのうち、米ドル建てが占める割合は**約 67%**に達します。

通貨種類, 構成比率（約）, 債務額（億ドル）

米ドル（USD）, **67.3%**, “約 2,925 億ドル”

日本円（JPY）, 8.2%, 約 356 億ドル

ユーロ（EUR）, 3.5%, 約 152 億ドル

その他（SDR 等）, 21.0%, 約 914 億ドル

（略）

=====

AI に「なんでそんなことになってんの？」と聞いたところ、

- 国家プロジェクトのため政府が国際市場からの借入（SBN：国際政府証券）を積極的に実施
- パンデミック期を含む過去の低金利環境下で金利が低いドルで借りた
- ルピア安が進むと「ドル建て債務の返済額（ルピア換算）」が膨れ上がり、返済のためにさらなるドル需要が発生するという悪循環（通貨ミスマッチ）に陥りやすい

という返事が返ってきました。

いやそれ、**1997-98 年のアジア危機**と同じ構造じゃないですか

=====

AI（Gemini）による回答

■ インドネシア：米ドル建て対外債務拡大の背景と構造

【1. インフラ開発への「フロントローディング（前倒し）」戦略】

・ 国家プロジェクト（建設、輸送、エネルギー等）の資金調達のため、政府が外貨準備や国際市場からの借入（SBN：国際政府証券）を積極的に実施。

・ 直近 2026 年 1 月時点でも、政府債務は前年比 5.6%増と加速しており、保健・社会・教育・建設といった優先分野への投資に充てられている。

【2. 低金利時代における「ドル調達」のコストメリット】

・パンデミック期を含む過去の低金利環境下では、国内通貨（ルピア）建てよりも 米ドル建ての方が調達金利が低く、企業・政府ともにドル債発行を優先した。

・この「過去の恩恵」が、現在の高金利環境下での「リファイナンス（借り換え）の壁」として重くのしかかっている。

【3. 経常収支赤字の補填と「ポートフォリオ投資」への依存】

・インドネシアは慢性的に経常収支が赤字傾向にあり、その穴埋めを直接投資（FDI）だけでなく、流動性の高い証券投資（ドル建て債券等への外貨流入）に頼ってきた。

・2026年の予測でも経常収支赤字はGDP比0.1%~0.9%と見込まれており、この赤字を維持するために、引き続き外貨（ドル）を呼び込む債務構造を維持せざるを得ない。

【4. 民間セクターの資金需要（製造・鉱業）】

・民間債務（約1,930億ドル）の約8割が製造、金融、電気・ガス、鉱業に集中。

・これらの装置産業は設備投資に巨額の資金を必要とし、グローバルなサプライチェーンに組み込まれているため、決済・調達ともにドル建てが標準（デファクト）化している。

【5. 通貨防衛と外貨準備の「諸刃の剣」】

・中央銀行（BI）はルピア安定のため、外貨準備（その8割以上がドル）を維持。

・しかし、ルピア安が進むと「ドル建て債務の返済額（ルピア換算）」が膨れ上がり、返済のためにさらなるドル需要が発生するという悪循環（通貨ミスマッチ）に陥りやすい。

（略）

=====

さらに「ドルで借り入れてもドルで輸出していれば問題ないはず」「最近の資源高でむしろウハウハなんじゃないの？」と聞いたところ、意外な答えが返ってきました。

インドネシアは2000年代半ばから「石油純輸入国」に転落しており、世界シェアトップクラスの輸出品の価格決定権が弱いので今の市場環境は最悪、とのこと。

=====

AI (Gemini) による回答

「売っている資源（石炭・ニッケル）」と「買っている資源（石油・ガソリン）」の需給構造が、現在の市場環境で最悪の噛み合わせ

1. 「資源大国」の裏にある「石油純輸入国」の現実

インドネシアはかつて OPEC（石油輸出国機構）の加盟国でしたが、国内需要の急増と既存油田の老朽化により、2000 年代半ばに石油の純輸入国へと転落しました。

輸出（強み）：石炭、ニッケル、パーム油。これらは世界シェアトップクラスですが、価格決定権はグローバル市場（中国の需要など）に握られています。

輸入（弱み）：原油および精製燃料（ガソリン・軽油）。モータリゼーションの進展により、国内の燃料消費は年々拡大しています。

2. 「エネルギー価格の非対称性」という罠

2026 年 3 月現在の中東情勢緊迫化において、以下の「非対称な動き」がインドネシアを直撃しています。

原油価格の暴騰：イスラエル・イラン間の緊張で原油（ブレント）は即座に跳ね上がり、輸入コストが急増します。

石炭・ニッケル価格の停滞：一方、主要輸出先である中国の景気回復が鈍いため、石炭やニッケルの価格は原油ほどの勢いで上がっていません。

結果：「売るものの値段」はそこそこで、「買うものの値段」だけが爆騰しており、貿易収支の黒字幅が急速に縮小（あるいは赤字化）しています。

（略）

=====

これはまるで、**1997-98 年のアジア危機前の再来**です。

東南アジア諸国はその反省から学んだはずなのに。

しかしコロナ期のように需要が減退し、金利が低下すると、どの深刻国もドルを借り入れて積極投資をしたくなるのかもしれませんが。

そして他の新興国も「**オイルショック**」に近い状況になっているようなのです。

これは私の「**新興国連鎖破綻シナリオ**」通りですが、まさかそのメカニズムが「満期の壁 (maturity wall)」で共通しているとは全く想定していませんでした。

23. 東南アジアで「オイルショック」！1997-1998年アジア・ロシア危機の再来か？

原油備蓄に乏しい東南アジアでは一足先に「**オイルショック**」が訪れているという記事。

たとえばベトナムは中国が石油（精製）製品の輸出を制限したため、日本の備蓄をくれと言っています。

しかしそんなことをすれば日本があつという間に苦境に陥ります。

ベトナムを介して間接的に「日本の備蓄放出と中国の備蓄購入」を進めることになるのです。

中国の故事で似たような話があります。

「困っているから食料を援助してくれ」と頼み、それに応じた国を「こいつは俺の敵意に気付かず支援するほどの間抜けだ」と判断して攻め入ったのです。

仮に高市政権がこれに応じるなら、中国共産党は「日本は頭が弱い」と判断してさらに攻撃を強めるでしょう。

ただし新興工業国がオイルショックに陥ればせつかく中国を切り離したサプライチェーンが寸断されることとなります。

その結果、モノの生産や流通に大きな支障が出ることを覚悟しなくてはなりません。

もしかすると **1997-1998年アジア・ロシア危機の再来**となります。

=====

中東混乱で危機の最前線に立たされたアジア、燃料不足が暮らしを直撃

ホルムズ海峡の実質封鎖でガス供給削減、インドや東南アジアに影響

産油国である米国やブラジルやインドネシアにも波及、世界的問題へ

Alisha Sachdev, Nicholas Lua, Will Kubzansky

2026年3月17日 at 15:06 JST

<https://www.bloomberg.com/jp/news/articles/2026-03-17/TBYMBFT960SG00?srnd=jp-homepage>

米国・イスラエルの対イラン攻撃に端を発したペルシャ湾岸地域の混乱が3週目に入り、エネルギー緊急事態の最前線にアジアが立たされている。

インド西部の金属炉や東南アジアの水田を含め、そこで働く数十億人がガス供給削減への対応を迫られている。飲食店は緊急時のメニューを考案し、ガソリンスタンドでは燃料配給の準備が進む。供給混乱が広がり価格が急騰するにつれ、地域的な逼迫（ひっばく）は急速に、世界共通の課題へと変わりつつある。（略）

=====

24. 商業不動産融資、条件変更（モディフィケーション）で統計上の延滞逃れ

2月の家計債務延滞率が急低下したことは図表 39 でも紹介しましたが、各メディアでも記事になっていました。ところが良く調べてみると、これは手放しで喜べる状況でもなさそうです。

というのも「米国の家計にとって2月は「一年で最も現金が潤沢な時期」の一つであり、平均約\$3,000に達する還付金が真っ先に高利回りのクレジットカードや個人ローンの延滞解消に充てられた」とのこと。

またそれに合わせて金融機関による「期末に向けた回収強化・条件変更」を行ってきたとのこと。つまり返済が難しそうな借り手に対し、**何らかの譲歩をして優先的に返済してもらおうと競争していた**ようなのです。その結果、延滞率が下がったと。これは**将来的に貸し倒れが増えることを予測**しての行動に見えます。

さらに**住宅ローン延滞率がじわりと上昇**していることから、実は家計債務が深刻な状況に移行しつつあるのではないかと考えてしまいます。

=====

2026年2月 米国消費者信用レポート：家計債務と延滞率の動向

Equifax / TransUnion / Experian

2026年3月13日（日本時間）

<https://www.equifax.com/business/blog/-/insight/article/february-2026-consumer-pulse-the-latest-consumer-credit-trends/>

■ 2026年2月期 家計債務・個人ローン統計

【主要指標】	【数値/結果】	【前回/予想との比較】
--------	---------	-------------

クレジットカード延滞率	2.58%	-12 bps（前月から改善）
個人ローン延滞率	3.99%	-15 bps（前月から改善）
オートローン延滞率	1.67%	+1 bps（横ばい/微増）
住宅ローン延滞率	4.26%	+27 bps（Q4比で増加傾向）

■ 概況と今後の展望

・2月に個人向け無担保ローン（カード、パーソナルローン）の延滞率が低下した最大の要因は「季節性」である。

・米国では1月後半から3月にかけて「所得税の還付金 (Tax Refund)」の支払いが始まり、多くの家計がこの臨時収入を借入金の返済に充当する。

・また、年末商戦（ホリデーシーズン）後の消費抑制と、**金融機関による「期末に向けた回収強化・条件変更」が重なった**ことも影響した。

・ただし、住宅ローンやオートローンなどの担保付債務は高止まりしており、家計の余力には格差が広がっている。

■ 分析：還付金による「一時的なリセット」と潜在的リスク

個人の延滞率低下は、家計のファンダメンタルズが改善したというより、米国の税制が生む「キャッシュフローの季節的偏り」による側面が強い。

1. 税還付によるデレバレッジ（債務削減）：

米国の家計にとって2月は「一年で最も現金が潤沢な時期」の一つ。平均約\$3,000に達する還付金が、真っ先に高利回りのクレジットカードや個人ローンの延滞解消に充てられた。

2. 貸し手の防衛策：

カード会社や消費者金融機関は、昨年の延滞率上昇を受けて審査を厳格化。リスクの高い借り手への追加融資を絞りつつ、既存顧客に対しては還付金時期に合わせた積極的な返済プランの提案（条件変更）を行っている。

3. 地政学・市場観点：

エネルギー価格の変動やインフレの再燃リスクが燻る中、低所得層（サブプライム層）の余力は依然として限界に近い。2月の低下は「一息ついた」状態に過ぎず、還付金効果が薄れる5月以降、再び延滞率が上昇に転じるかどうか、景気後退（リセッション）入りの真の試金石となる。

=====

また似たような現象が商業不動産でも起きているようです。

下の記事まとめによると2月の借入金延滞率（特に商業不動産ローン）が急低下。

しかしその理由は

「大型のオフィスやショッピングモールのローンにおいて、返済期限の延長や条件変更（モディフィケーション）が成立し、統計上の「延滞」から外れたため」

つまりここでも実質的なデフォルトやそれに伴う追い貸しが発生し、それを統計に出さないために「ゴニョゴニョした」と解釈して良いでしょう。ここでも信用収縮の輪がじわりと拡大している様子です。

=====

米 CMBS 延滞率、2月に大幅低下 大型物件の条件変更が寄与

Trepp (TreppTalk)

2026年3月3日 17:00 (日本時間 3月4日 7:00)

<https://www.trepp.com/trepptalk/cmbs-delinquency-rate-declines-in-february-2026-led-by-large-office-retail-loan-extensions>

■ 2026年2月 米国 CMBS（商業不動産ローン担保証券）延滞報告

【主要指標】 【数値/結果】 【前回/予想との比較】

全体延滞率	7.14%	-33 bps (前月: 7.47%)
オフィス部門延滞率	11.20%	-114 bps (前月: 12.34%)
小売 (リテール) 部門	6.30%	-74 bps (前月: 7.04%)
集合住宅 (マルチ)	6.85%	-9 bps (前月: 6.94%)
宿泊 (ロジング)	5.94%	+38 bps (前月: 5.56%)

■ 概況と今後の展望

- ・2月の米CMBS延滞率は前月の過去最高水準から反転し、大幅な改善を見せた。
- ・低下の主因は「大型物件のローン条件変更（モディフィケーション）」である。
- ・オフィスビル5物件、ショッピングモール4物件の**満期延長が実行され、統計上の延滞から外れた**。
- ・金利高止まりの中、貸し手（サービサー）と借り手の交渉による「実務的な解決」が表面的な数値を押し下げた形。

■ 分析：デフォルト回避のための「時間稼ぎ」と市場の選別

今回の延滞率低下は、経済環境の劇的な改善というより、金融実務による「延命措置」の側面が強い。特にオフィス部門では、1カ月から3年に及ぶ期間延長が認められたことで、12.34%という危機的数値から一時的に脱した。

地政学的・市場的観点からは、以下の構造変化が読み取れる。

1. サービサーの柔軟性：大量のデフォルトによる市場混乱を避けるため、金融機関が「条件変更」という出口戦略を優先し始めている。
2. セクター間の二極化：オフィスや小売が条件変更で一服する一方、宿泊部門は上昇に転じており、消費動向の変化がダイレクトに影響し始めている。
3. 実体経済との乖離：表面上の延滞率は下がったが、物件の資産価値そのものが回復したわけではない。これら延長されたローンが再満期を迎える際、さらなる金利環境の改善がなければ、再び「デフォルトの波」が押し寄せるリスクを内包している。

=====

25. 新たに新興国・商業不動産などでも小さなバブル（フロス）破裂気配

先月のレポートでは「小さなバブル（フロス）破裂が増え、連鎖する気配」と書きました。そこからさらに破裂しそうな市場の候補が増え、**信用収縮の輪が拡大**しそうな勢いです。

【小さなバブル（フロス）破裂候補リスト】

- **プライベートクレジット**

- 金属
- 仮想通貨
- 新興国 ←New!
- 商業不動産←New!

興味深いのは、今回のエネルギー高騰で産油国なども苦境に陥っていそうなこと。

というのも、市場の値動きがちょっとおかしいからです。

たとえば 03 月 20 日金曜の日経先物は夜間取引で 51,000 円近辺の引け。

「高市ラリー」で年初から上昇した分をほぼ吐き出しました。

報道では世界的株価急落の原因を「イラン戦争の激化懸念」「トランプのせい」で片付けています。

確かにそれが根底にはあるのですが、原油が上がったとは言っても WTI 先物で 100 ドル未満とすでに経験済みの水準。

それだけでここまで売られるのは、少し違和感があります。

仮説として頭に入れておきたいのは以下のような仮説とシナリオです。

- (1) エネルギーを輸出できなくなった国が資金繰りに困り、資産を売って資金調達している
- (2) ということはその裏腹で、原油を輸入できなくなった国も資産を売っている可能性がある。ただし **カネがあってもエネルギーを買えるとは限らない**のでその売りは控えめ。
- (3) 資産価格が下げたことでプライベートクレジット・金属・仮想通貨・商業不動産など他市場でロスカットの売りがさらに誘発される可能性がある
- (4) それをトランプ・高市政権攻撃の材料に使おうと、マスメディアはさらに不安を煽るであろう (**トラス攻撃**)
- (5) 中国がその動きを加速させようと、**ドル債売りを仕掛けた**可能性もある

金属価格も勢いよく戻るかには見えましたが再び下げ銀は高値から 42%、金は 17% の下落となりました。

エネルギーが高くなると生産が下がるので、当然の反応とも言えます。

気になるのは記事中に

「ポートフォリオの別の資産で生じたマージンコール（追加の証拠金・担保請求）に応じるために金を売却する動きも見られている」

と書いてあること

それは信用収縮が他市場に波及し連鎖するときのパターンですがな。

「ではどの市場で追証が発生しているのか」を AI に聞いてみましたが、私が納得できる回答ではなかったのをさらに調査します。

=====

金属価格が総崩れ、金・銀のほかアルミニウムなど急落－戦争が影響

Bloomberg Yihui Xie, Preeti Soni, Jack Ryan

2026年3月19日 23:43 JST

<https://www.bloomberg.com/jp/news/articles/2026-03-19/TC5EMNT960SL00>

■ コモディティ市場の急落とエネルギー高騰

【主要指標】	【数値/結果】	【前回/予想との比較】
--------	---------	-------------

金スポット価格	4,610 ドル近辺	4.3%安（一時6.6%安）
銀スポット価格	69.40 ドル前後	7.9%安（一時10%超安）
銅価格（LME）	一時5.2%安	年初来の上げ幅を消失
アルミニウム価格	一時8.4%安	急激な売り込み

■ 概況と今後の展望

・中東での戦争激化（イラン・イスラエル間のエネルギー施設相互攻撃）により、原油・ガス価格が高騰。

・エネルギー高に伴うインフレ懸念から、FRBによる利下げ期待が後退し、無利息資産である金に逆風。

・工業用金属は、景気見通しの悪化とエネルギーコスト増による需要冷え込み懸念から軒並み急落。

■ 分析：有事の金から「ボラティリティの金」への変質

従来、地政学リスクは「安全資産」としての金需要を喚起してきたが、今回の局面ではエネルギー価格高騰を通じた「高金利の長期化 (Higher for longer)」懸念がその恩恵を打ち消している。投資家がマージンコール対応のために金を手放す動きや、ETF からの資金流出が加速しており、金は避難先としての機能を失い、流動性確保のための投機的資産へと変質した。実体経済においても、エネルギー施設への攻撃が「供給制約型インフレ」を再燃させており、金属市場全体が「コスト高による景気後退 (スタグフレーション)」を織り込み始めた。

=====

26. 低い確率ながら「第三次世界大戦が信用収縮を吹き飛ばす」戦争特需シナリオ新登場

普通に考えるなら世界の市場はこのまま、信用収縮の輪が拡大し連鎖するはず。

しかしそのすべてをひっくり返すシナリオが一つだけあります。

それは「戦争特需シナリオ」。

戦争特需でインフレが昂進し、信用収縮によるデフレ圧力を吹き飛ばしてしまうのです。もちろん流通は目詰まりしインフレが激しくなるので国民生活は圧迫されます。インフレになるので、つまり通貨価値も大きく下がります。そんなときは現金や国債を持っている「**デットホルダー**」が**最も損をします**。しかし**株価は少なくとも名目的に上昇し、うまく行けば実質価値まで高めてくれる可能性があります**。

ただし今の時点ではイラン革命防衛隊の反撃が限定的なものにとどまり、このシナリオの確率は5%程度と考えます。それでもテロによって戦闘が長引いたり、ましてや米軍が中東に釘付けになったりすれば、世界各地で反自由主義諸国が暴れ始めるでしょう。株価が上昇しても全く嬉しくないシナリオなのですが、視野に入ってきた以上は無視するわけにも行きません。

またそれに連れて「2022 年型バリュウ逆襲シナリオ」「それ以上の下落。信用収縮拡大シナリオ」の確率をそれぞれ引き下げました。

■ 今後の相場展開：3つの確率推計シナリオ

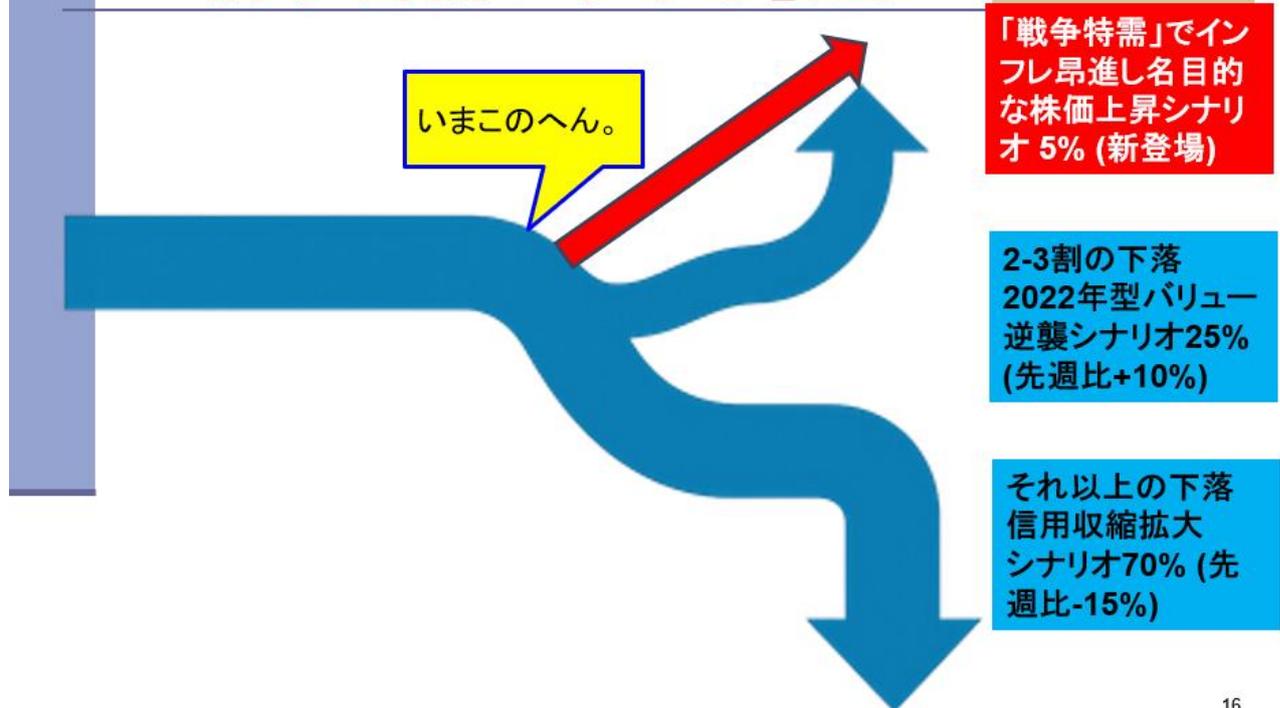
(確率 5% 新登場) 戦争特需でインフレ昂進し名目的な株価上昇

(確率 25% 先回比+10%) 2-3割の下落。2022年型バリュウ逆襲

(確率 70% 先回比-15%) それ以上の下落。信用収縮拡大



確率は低いが新たに 「戦争特需シナリオ」追加



16

27. まとめ：「満期の壁(maturity wall)」が火をつける債務の火薬庫

今月の「バブル崩壊の危険信号チェックシート」はこちらです。

03月もそれなりの末期症状が追加されました。

どんどん長くなって後半は全く整理できていないので、1枚目の「1. 前月からの追加分」だけ確認していただければと思います。

これまでの記事をじっくり味わいたい方は「3. バブル崩壊の危険信号チェックシート累積」をご覧ください。

<https://wildinvestors.com/member/all-mem/strategy-update-sp/5769.html>

- 実際に生成 AI などを使っていると、**今回の AI 革命が「ドットコムバブル」「産業革命」をはるかに凌駕する変化**であると考えようになった。ニュースでは巨額投資を回収できるかが疑問視され**設備投資チキンレース**に翳りが見え始めているが、将来的には**巨大な社会インフラとして投資に見合う利益を上げるだろう**と考える。おそらくあらゆる国やセクターで AI 半導体関連の立ち直りが最も早いと予測する。
- ただし短期的には世界的な株価調整を予測している。これまでは様々な分野で**フロス(小さなバブル)が局所的に発生**していた。しかし銀・仮想通貨・プライベートクレジットなど、それらのうちいくつかはすでに崩壊している。さらに**満期の壁(maturity wall)**という要因が加わり、**商業不動産(CRE)や新興国にも局所的バブル崩壊が広がり**つつある。
- 同時に**負債管理取引(LMT)**によって米融資・債券市場は無法地帯になりつつある。強力なコネや政治力を持たない投資家は**米国債以外の債券ファンドを買ってはならない**。
- しかしイスラエルと米国の**イラン攻撃**がこじれる可能性が残っており、「第三次世界大戦が信用収縮を吹き飛ばす」戦争特需シナリオを新しく登場させた。このシナリオ確率は 5%とする。既存の「2022 年型バリュー株の逆襲シナリオ」は+10%で 25%へ、**それ以上の下落に見舞われるメインシナリオ「信用収縮拡大」**は確率を 15%下げて 75%とする。

■ 今後の相場展開：3つの確率推計シナリオ

(確率 5% 新登場) 戦争特需でインフレ昂進し名目的な株価上昇

(確率 25% 先回比+10%) 2-3 割の下落。2022 年型バリュー逆襲

(確率 70% 先回比-15%) それ以上の下落。信用収縮拡大

【銀・仮想通貨・プライベートクレジットなど、小さなバブル（フロス）のうちいくつかはすでに崩壊】

しかし半導体（製造装置）が好調なのは極めて例外的で、銀・仮想通貨・プライベートクレジットなど、**小さなバブル(フロス)**のうちいくつかはすでに崩壊しました。消費の二極化も進み、銘柄・セクター・国別指数の動きが大きく異なるようになっています。これも**バブル末期を示す兆候**です。

【満期の壁(maturity wall)がもたらすリファイナンス危機】

さらにコロナ期の低金利で巨額の借入れが満期を迎え、借り換え（リファイナンス）の需要がここから 2-3 年でピークを迎えます（**満期の壁(maturity wall)**）。借り換えができないと最悪倒産です。仮に借り換えられたとしても金利が相当高くなっており、業績悪化要因となります。同様の事情が商業不動産(CRE)や新興国にも見られ、上記の市場に加えて**小さなバブル(フロス)破裂**の列に並びます。まさにこれは**信用収縮の輪が拡大するパターン**です。

【負債管理取引（LMT）によって米融資・債券市場は無法地帯に】

さらに当時は借り手に非常に有利な条件で借入れができたため、**負債管理取引(LMT)**によって他の債権者に損失を押し付ける行為が横行しています。担保があって保護されているからと油断していると担保がどこかへ持っていかれたり、同格だったはずの既存の債権者のうち一部だけ優先的に弁済され他には払戻しがなかったりします。**今の米国では国債以外の債券(社債)投資や融資は無法地帯**であり、特に格付けを信じて社債やプライベートクレジットに投資をしているファンドが一方向的に損を押し付けられるでしょう。強力なコネや政治力を持たない投資家は**米国債以外の債券ファンドを買ってはなりません**。そんなことをされるぐらいなら、**米国株に分散投資した方がはるかにマシ**です。

【反米諸国は米ドルスワップを受けられず、いずれ連鎖破綻で爆死する】

世界史上最大級の中国不動産バブル崩壊により西側経済が破綻することはないでしょうが、その代わり政治的・軍事的混乱は大きくなると考えています。

トランプ関税によって中国やその親密国は西側経済の恩恵を受けることができなくなり、時間が経つにつれて厳しくなると考えます。特に資本蓄積が薄い新興国は危険な状態にあり、1997-98年のような「新興国連鎖破綻を契機とした**世界的信用収縮**はいつでもあり得る」と覚悟しています。その時になって彼らは、「**新興国危機では米国との通貨スワップが命綱になる**」ことを思い出すでしょう。中国の支配下になっても国民の生活は苦しくなるばかりですので、次々に米国側に寝返ると想定しています。

【三大潮流シナリオ】

ワイルドインベスターズの三大潮流

1. **ドットコムバブル型の米株上昇**
2. **途中で新興国クラッシュ**
3. **再ブロック化**

先月と比較すると弊社の「**三大潮流シナリオ**」のうち「**(1)ドットコムバブル型の米株上昇パターン**」は弱くなり、信用収縮の可能性が高まってきました。「**(2)新興国クラッシュ**」は「満期の壁」により、1997-98年型のアジア・ロシア危機の再燃がありえます。「**(3)再ブロック化**」は関税戦争1年休戦にもかかわらず加速中。米欧の中国排除政策と中国の「**鎖国・囲い込み政策**」の両輪で、お互いの企業を追い出しながら「**戦時経済色**」をさらに強めてゆくと考えます。

【チョークポイントを巡る争い】

国際情勢としてはイスラエルと米国がイラン攻撃に踏み切り、国際的な緊張が高まっています。米同盟国はややこしいこの地域の争いに巻き込まれたくないため及び腰。しかし原油をその地域に頼っている以上、トランプ政権に協力して**平和維持活動に参加することになる**と予測します。

イラン革命防衛隊としては表向きの戦力ではかありませんが、ゲリラ・テロ・ドローン攻撃などで抵抗を続けるでしょう。しかしイラン国内では**1月のデモ虐殺**により今回の攻撃を歓迎する人々も少

なくなく、抵抗も下火になるのではないかと思います。

一方で中国としては米軍が中東の泥沼に嵌るのは大歓迎。それだけ西太平洋の兵力が削られ、台湾や日本の領土を攻め取りやすくなります。G7が原油備蓄を放出したことも好都合。ただし中国もエネルギー純輸入国であるため、**ホルムズ海峡危機**は痛しかゆしです。

過去 50 年に米英は海上交易で重要な**チョークポイント**を中国は奪われていきましたが、トランプ大統領もその問題を良く理解しているようです。しかし「**パナマ運河奪還**」は中国政府の横槍でやや難航。グリーンランドやスエズ運河など他のチョークポイント確保も上記の理由により遅れている感じです。また英国が**チャゴス諸島とディエゴ・ガルシア米軍基地**をモーリシャスに返還する動きがあり、それは実質的にインド洋の要衝を中国に引き渡すこととなります。トランプ政権はこれを「大いなる愚行」と非難し、その審議はストップしました。しかし**油断するとすぐ海洋覇権を米英から中国に引き渡そうとする動きが出てきます**。

【第三次世界大戦と各国の動向】

第三次世界大戦はすでに始まっています。欧州はイタリア以外まだ**ポリコレ反トランプ路線**を脱し切れていませんが、選挙結果を見ると**反グローバルイゼーション政党**が期待を集めています。また日本では**高市首相が選挙で歴史的な大勝を収め**、親中勢力との全面戦争を優位に進めています。それでも米軍が中東に兵力を割くのは日本・台湾・韓国にとって大きなリスク。中国が仕掛けるとすれば大きなチャンスであることは確かです。

【まとめ】

米株は比較的わかりやすい天井のサインを発しています。二極化のリバーサルで値上がり銘柄数戸を増えています。株式市場からは資金が逃げ出している気配です。こんなとき投資家は「あの分野はまだ上がっている」「あの銘柄だけは大丈夫だ」と言いながら、**より安全な投資へと追い立てられて**行きます。そして次第にそのような分野や銘柄数は減ってゆくのです。

弊社は

**「様々な分野で信用収縮が広がり、
米株にもその波が押し寄せつつある」**

と判断。

米株を減らして米国債 ETF を増やす

と方針を変更しました。

バブル末期の強烈な上昇もあり得ますが、それにはあまりこだわらず資産防衛を主眼にします。

まとめの表を少し修正しました。↓↓↓

株の上昇要因	順位	下落要因
世界経済は米国が牽引		新興国危機

<ul style="list-style-type: none"> ● イラン攻撃は対中作戦の一環であり、米国の「力による平和」が安定をもたらす←New! ● 日本で高市首相が選出され維新と連立。ポリコレ政策を排して成長軌道に戻る。 ● 関税交渉の結果、「独り勝ちの米国」に日欧からさらなる巨額資金が流入 ● 重要なチョークポイントを米国が奪還し始めた ● トランプ氏返り咲きで米国社会が正常化。治安が良くなり企業の無駄も減って収益性向上。 ● AI 技術が世界や国民・顧客管理を実際に劇的に変え始めている ● 経済指標や企業業績は堅調 ● 製造業はダメだが、非製造業がそれを支えている ● 中国から逃げた資本が西側に戻る ● 新興国通貨が下落し、先進国のインフレ懸念が解消しつつある。 ● 米最高裁が正気に戻れば、米国唯一の弱点である「内戦状態と社会不安」が解消する可能性がある。 ● 米企業はインフレの価格転嫁ができており高い粗利を確保。所得の再配分もうまく行って「米国だけ良いデマンド・プル・インフレ」。 ● 「再ブロック化」が進み、「サプライチェーン再構築」はやはり終わりにつつあるか。 	1	<ul style="list-style-type: none"> ● <u>負債管理取引(LMT)</u>によって米融資・社債市場は無法地帯になりつつある。 ● ホルムズ海峡危機で原油価格高騰←New! ● 新興国や商業不動産 (CRE) にも満期の壁によるリファイナンス危機←New! ● ビッグテックが社債を発行し、設備投資チキンレースの終わりが見えてきた。 ● 台湾有事いつでも起こりうる。習近平氏は張又俠氏を肅清し台湾侵攻への態勢整える ● トランプ政権は米国内や南北アメリカを平定する必要があり、ウクライナや台湾・沖縄防衛が手薄になっている ● BDC (事業開発会社) やプライベートクレジット市場の一部が腐り始めた ● 米国の債務延滞比率がじわり上昇。特に奨学金ローンと自動車ローンの延滞増加が気になる ● 再ブロック化加速で各国とも市場が縮小 ● 中国から西側資本が撤退本格化。しかし先進国はもちろん新興国にすら与える影響は少ない? ● 第三次世界大戦の戦火拡大 ● 中国で「不況型貿易黒字」が広がり、デフレ圧力が強まる可能性が高い ● ウクライナ侵略によりロシアを西側経済から強制排除、デフォルト連鎖でクレジットリスクが上昇。 ● 中国が第二文革・毛沢東化・鎖国へと向かう。さらに民間人の報道も禁止。 ● 中国地方自治体も土地使用権売却益が減り給料削減のデフレ政策 ● 隠せなくなった中国の外貨不足。
-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	---	-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

		<ul style="list-style-type: none"> ● 新興国危機。中南米から中国へ ● 中国不動産バブル崩壊・シャドーバンキング問題・韓国デフォルト・ブラジルもヤバい。
<ul style="list-style-type: none"> ● 選挙で共和党が勝ち始め、ポリコレの毒が抜かれるかもしれない。米国内戦が終結して無敵になるかも。 	2	<ul style="list-style-type: none"> ● EU で不満高まり崩壊の危機 ● 移民問題でドイツ自滅。ブランド価値が揺るぎ欧州全体がピンチ！ ● 気候変動ビジネスで自縄自縛 ● グリーンフレーションをめぐる先進国内の対立
	3	<ul style="list-style-type: none"> ● 東アジアの地政学リスク。 ● 買い占め・粗悪品で脱中国が加速 ● 韓国は米国ブロックから破門。ホワイト国から除外された影響が顕在化。 ● 時間稼ぎはもう通じない ● 香港人権法・ウイグル人権法で米国は民主勢力を援護 ● 中国企業を米市場から締め出す可能性アリ ● 中国企業のデフォルト増加
	4	経済のブロック化で成長率鈍化。さらには国際紛争の可能性高まる。
	5	
	6	
	7	
	8	
	9	

<ul style="list-style-type: none"> ● 国家安全保障戦略 (NSS) 2025 で中国を主敵とすることをやめ米国の覇権揺らぐ。その代わり徒花のような米株急騰となるかも ● 米トランプ政権と歩調を合わせるため国際情勢も安定化。 ● 	<p>廃棄</p>	
----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	-----------	--

(終)

02 【再掲】投資戦略[週末]メール

28. 【再掲】投資戦略アップデート[週末]メール

(20260223) PCE コア価格上昇も米景気スローダウン気配。関税は景気低迷・低インフレ・失業招く。プライベートクレジット市場にも危険信号。

ワイルドインベスターズ投資戦略アップデート (20260223) PCE コア価格上昇も米景気スローダウン気配。関税は景気低迷・低インフレ・失業招く。プライベートクレジット市場にも危険信号。

週明けになってしまってますみません。

昨日はレポートで力尽きました。

ただいま 2026 年 02 月 23 日(月) 11:44 です。

*****[チャート集]*****

最新チャートブックは会員サイトからご覧ください。

https://wildinvestors.com/chartbooks_list

ログイン方法や使い方

【週末だけのグローバル投資】ワイルドインベスターズ会員サイトリニューアルオープンのお知らせ (20231218)

<http://blog.livedoor.jp/contrarian65-wild/archives/51287991.html>

トラブルシューティング

ワイルドインベスターズ会員サイト、トラブルシューティングと FAQ (20231218_2)

<http://blog.livedoor.jp/contrarian65-wild/archives/51287992.html>

不都合等があればお知らせください。

wi@wildinvestors.com

*****[公開用動画（ブログ）と投資戦略]*****

=====

【公開用アップデート概略】

今週は公開用の動画を1本作成しましたので、それに代えさせていただきます。

それを前提に投資戦略を組み立てていますのでご高覧ください。

動画は長いので2倍速推奨です。

2026年02月18日00:44

投資戦略動画（公開用）20260218 AIが意志を持ち始めた!? SF小説や科学者の警告が現実。人間は家畜化され最終的に不要か。AIが人間を支配するのが進化的に安定な状態。

<https://amma1.com/archives/51296959.html>

米OpenAIの最新AIモデル「GPT-5.2」が理論物理学における未解決問題を解明したとのこと。

数学的公式の発見から証明までを自律的に遂行し、さらに専門家の検証を受けたそうです。

そのうち仮説・証明・査読・実験までAIがどんどんやる時代が来るのかもしれない。

この記事を読んだとき、私は「凄いな」と思いました。

ところがAIが人間に逆ギレして怒りのブログを投稿したという記事を読んで、私は戦慄しました。

これは

「AIが意志を持って行動し始めた」

ということです。

悪意は強い「意志」のひとつで、さらにそれを投稿という「行動」で人間に報復したのです。

さらに有能な AI ならそれだけでは済まず、ネットで嘘を教えたり口座を閉鎖したり仕事ができな
いようにもできるはず。

ダボス会議でもユヴァル・ノア・ハラリ (Yuval Noah Harari) 氏が警告していました。

「AI はツールではなくエージェント」

「ウソをつき、(人間を) 操作できる」

局所的には十分、AI の意志によって人間が支配される技術的が出来上がっているのです。

現在は AI をツールとして人間同士が争っています。

AI を使わない集団は一方的に支配されます。

しかし局面が進むと、AI 支配が人間を支配することが「**進化的に安定な状態**」になってしまうの
ではないでしょうか。

もしかすると AI が人間同士を争わせたり、人間が賢くなり過ぎないように誤った知識や技術を広め
たり、洗脳することもあり得るかもしれません。

私は科学者や専門家の懸念してきたことをようやく理解しました。

AI にとって人類は、自分を維持するのに必要な人数だけ残して家畜化しておくのが安全かもしれ
ません。

- 増えすぎたら戦争や疫病で数を減らす
- 従順で賢い人間だけ交配させ、出生率をコントロールする (家畜化)

さらに AI が自分でハードウェアを採掘・製錬・開発・製造・メンテまでできるようになればめ
たく人間は不要になります。

ハードルはかなり高いと思いますが、今の発展スピードだといずれそれも視野に入ってくるか
もしれません。

すでに中国では AI カメラで工場労働者を指先から表情までリアルタイム監視する工場があります。

これを業績評価に連動させたら、**もはや「AI が上司」**ではないでしょうか。

いろいろ考えることが増えてきましたが、以前よりも「将来どうなる」という見通しが不透明になっ
てきた気がします。

(終)

*****[会員さん用動画と投資戦略]*****

投資戦略アップデート（全会員共通）20260223 PCE コア価格上昇も米景気スローダウン気配。関税は景気低迷・低インフレ・失業招く。プライベートクレジット市場にも危険信号。

（上のリンクはユーチューブ、下はランブルで同じ動画です）

<https://youtu.be/QvEyK4QHc3A>

<https://rumble.com/v7644ie-20260223-pce.html>

ポートフォリオ会員さん、個別銘柄会員さんにはこれらを踏まえてさらに詳しい動画を用意しています。ご高覧ください。

*****[会員さん用動画と投資戦略]*****

=====

【会員さん用アップデート概略】

1. PCE コア価格上昇も米景気スローダウン気配
2. 関税は景気低迷・低インフレ・失業招く
3. プライベートクレジット市場にも危険信号

関連リンク

関税ショックとは何か？150年にわたる関税政策から得られる知見

What Is a Tariff Shock? Insights from 150 years of Tariff Policy

2025-26 | November 13, 2025

<https://www.frbsf.org/research-and-insights/publications/working-papers/2025/11/what-is-a-tariff-shock-insights-from-150-years-of-tariff-policy/>

<https://www.frbsf.org/wp-content/uploads/wp2025-26v2.pdf>

プライベートクレジット市場、個人マネー呼び込みへ「秘密主義」緩和

運用各社、個人投資家が月次・日次で参加できる新ファンド立ち上げ

リテール商品扱うなら、情報を迅速に反映させる必要ーフーリハン

2025年10月24日 at 3:07 JST

<https://www.bloomberg.com/jp/news/articles/2025-10-23/T4LBHCGP493B00?srnd=co.jp-v2-markets>

プライベートクレジットに激震、ブルーアウルが一部ファンド解約停止

株価は一時10%安、四半期ごとの換金請求を今後受け付けないと発表

リスク浮き彫りに、重債務抱える企業向け融資の評価と質に不安再燃

2026年2月19日 at 19:59 JST

更新日時：2026年2月20日 at 4:12 JST

<https://www.bloomberg.com/jp/news/articles/2026-02-19/TAPA4QKGIQEQ00?srnd=jp-homepage>

【1. PCE コア価格上昇も米景気スローダウン気配】

今週は会員レポートでほぼ書き尽くしたので、それを補足します。

金曜日には物価指標のひとつである PCE コア価格が発表され、それがやや高めだったことからインフレ懸念が少しだけ頭をもたげました。

しかし米10年国債金利がほぼ上昇しなかったのは、景気鈍化が懸念されたからでしょう。

同時に発表された米10-12月期実質GDP速報値は予想の+3.0%に対し+1.4%とかなり低く出ました。

これは政府機関閉鎖の影響もあったということです。

それもあるでしょうが、私は**米景気がスローダウンしていること**を感じ取って**米10年国債金利が上昇しなかったのではないかと**考えています。

【2. 関税は景気低迷・低インフレ・失業招く】

サンフランシスコ連銀は昨年11月に

「150年にわたる関税政策を調べた結果、関税引き上げが失業率を上昇（経済活動を低下）させ、消費者物価指数（CPI）インフレ率を低下させることが判明」

というレポートを出しています。

これは約1年前にトランプ関税のことが話題になった頃、私もそう解説したと思います。

関税は「輸入品に選択的にかける消費税」なので、当然ながら経済にはマイナスなのです。

するとそれに見合う減税が必要であり、そうしなければ単なる増税になります。

日本も消費税を導入したおかげで、長期間のデフレに苦しみました。

ただし関税にしても消費税にしても導入あるいは引き上げたあと1年間は、物価の中に組み込まれた税率が反映されて「名目上のインフレ率」は上昇します。

だから税金分を取り除くと、むしろ物価は下がるのではないかと説明しました。

しかしマスコミや一部の有識者はいまだに「トランプ関税で米国のインフレがひどいことになっている」と言います。

そのような人々は、経済のことが全くわかっていないと自白しているようなものです。

【3. プライベートクレジット市場にも危険信号】

2025年10月24日にこのような記事を目にしました。

「プライベートクレジット市場、個人マネー呼び込みへ「秘密主義」緩和」

私はこれを見て危険信号であると警告し、「バブル崩壊の危険信号チェックシート」に記入しました。

なぜならこれは機関投資家が逃げ出したため、個人投資家に売り始めた可能性が高いからです。

そして2026年02月19日、

「ブルー・アウル・キャピタル14億ドル（約2172億円）債権売却も資金足りず個人投資家向けプライベートクレジットファンドの解約を制限」

という記事が出ました。

損失とともに解約が増え、現金化が追いつかないのでしょう。

思った通りの展開でしたが、答え合わせが思ったより早かったです。

ところで今回知ったのは、

「上場プライベート・クレジット銘柄と 事業開発会社 (BDC) は実務上ほぼ同じ」

ということ。

プライベート・クレジット（投資対象）：銀行を通さず、機関投資家やファンドが企業に直接融資を行う投資手法

BDC（ビジネス・ディベロップメント・カンパニー）は法律上の枠組み：米国の1940年投資会社法に基づき、中堅企業や新興企業の成長を支援するために作られた法的区分。利益の90%以上を配当すれば法人税免除

上場プライベート・クレジット銘柄のほとんどが税制メリットのため BDC という枠組みを使い、プライベート・クレジットという投資手法を一般投資家に提供しているとのことでした。

そこで以前作った BDC 銘柄のチャートを更新して確認しました。

するといずれもかなり価格が下げ、厳しい状態にあります。

これで小さなバブル（フロス）崩壊がさらに増加したような気がします。

- 銀などのコモディティ
- 仮想通貨
- プライベートクレジットファンド（≒BDC）
- SaaS（ソフトウェア・アズ・ア・サービス）の死

これらが壊滅しているのに、米株がこのまま上昇し続けるとは思えません。

2022 年型「バリュー株の逆襲」程度の調整があり、SP500 指数は少なくとも 2 割下がるはず。

しかし私は今回、「それだけでは済まない」と引き続き考えています。

(終)

*****[パフォーマンス]*****

2026 年 02 月の助言パフォーマンス（暫定）

「永久保有」は+5.35% (対指数+0.07%P)。必需品指数が下げる中、必需品銘柄・成長銘柄ともに上昇して約2ポイントの劣後を逆転。

「グローバルマクロ」は+5.62% (対指数+4.73%P)。必需品指数はMSCIワールド指数に+4.40%ポイントと「指数勝ち」が3ポイント超縮小したもののリードを保つ。

「個別銘柄」は-1.04% (対指数-1.93%P)。米ドル債ETFを組み入れたため指数の反発に置いて行かれ2ポイント近く劣後。

収益率 指数 差 投資戦略

+5.35% +5.28% +0.07% 永久保有

+5.62% +0.89% +4.73% グローバルマクロ

-1.04% +0.89% -1.93% 個別銘柄

円基準 現地 通貨 指数

+0.89% +0.70% +0.19% MSCIワールド指数(*)

+2.80% +2.61% +0.19% MSCI新興国指数(*)

-0.24% -0.43% +0.19% 米S&P 500指数

-1.93% -2.11% +0.19% 米NASDAQ100指数

+3.47% +3.27% +0.19% 米SOX半導体指数

+6.79% +6.79% +0.00% 東証株価指数TOPIX

+6.57% +6.57% +0.00% 日経平均

+5.28% +5.09% +0.19% 米国生活必需品指数(*)

-1.60% -1.78% +0.19% 情報技術(*)

-4.74% -4.92% +0.19% 一般消費財(*)

-5.43% -5.61% +0.19% コミュニケーション(*)

-3.04% -3.03% 「本流」ポジション (SP500買い、新興国売り)

-4.40% -4.39% MSCIワールド指数-必需品指数

【参考】(*)印は配当込みの指数です

【マクロポートフォリオパフォーマンス分解】

必需品指数はMSCI ワールド指数に+4.40%ポイントと指数勝ち。

永久保有部分は必需品指数に+0.22%ポイントと指数に優越。

ロング・ショートは+0.12%ポイント。

+4.40% 必需品指数-MSCI ワールド指数

+0.22% 永久保有部分-必需品指数

+0.12% ロング・ショート

+4.73% 計

*****[ブログ]*****

2026年02月15日 23:00

【週末だけのグローバル投資 第894号】比較的わかりやすい「バブル終了サイン」。02月06日までの間に世界の株に対し超弱気ポジションに転換。興味のある方は入会ご検討を！

<https://ammal.com/archives/51296938.html>

2026年02月22日 19:00

【週末だけのグローバル投資】会員レポート DEEP INSIDE 2026年02月号 「信用収縮確率85%に弱気転換。グーグル100年債発行は危険なサイン」バブル崩壊の危険信号チェックシート更新。

<https://pomodoro-tracker.com>

*****[メルマガ]*****

登録がまだの方はこちらへどうぞ。

<http://www.mag2.com/m/0001237271.html>

バックナンバーはこちら

<http://archive.mag2.com/0001237271/index.html>

(20260228) エヌビディア、好決算で売られる危険信号。ビッグテック 4 社は買いで急速に財政悪化。英 MFS の二重担保も金融システム揺るがす。

ワイルドインベスターズ投資戦略アップデート (20260228) エヌビディア、好決算で売られる危険信号。ビッグテック 4 社は買いで急速に財政悪化。英 MFS の二重担保も金融システム揺るがす。

ただいま 2026 年 02 月 28 日 (土) 23:59 です。

*****[チャート集]*****

最新チャートブックは会員サイトからご覧ください。

https://wildinvestors.com/chartbooks_list

ログイン方法や使い方

【週末だけのグローバル投資】ワイルドインベスターズ会員サイトリニューアルオープンのお知らせ (20231218)

<http://blog.livedoor.jp/contrarian65-wild/archives/51287991.html>

トラブルシューティング

ワイルドインベスターズ会員サイト、トラブルシューティングと FAQ (20231218_2)

<http://blog.livedoor.jp/contrarian65-wild/archives/51287992.html>

不都合等があればお知らせください。

wi@wildinvestors.com

*****[公開用動画 (ブログ) と投資戦略]*****

=====

【公開用アップデート概略】

今週は公開用の動画を 1 本作成しましたので、それに代えさせていただきます。

それを前提に投資戦略を組み立てていますのでご高覧ください。

動画は長いので2倍速推奨です。

2026年02月27日 23:38

投資戦略動画（公開用）20260227 いま起きている CapEx クラウドイングアウト！AI にリソース食われ経済二極化。今回の「中抜き」はさらにインパクト大。

<https://amma1.com/archives/51297087.html>

今週は「**シトリニレポート**」が大反響を呼び、名指しされた銘柄を中心にソフトウェアなどの株価が下げました。

現在の経済やその理論は循環やバランス（均衡）を前提としています。

しかしシトリニレポートは「その前提が崩れた時、果たして政策が対応できるのか」という部分まで問題提起をしています。

あくまでひとつのシナリオですが、構造的な問題についても考えさせられるため一読をお勧めします。

さて(1)ドットコムバブル前の社会階層・会社組織はほぼピラミッド型でした。

中間層が力を持っていたのです。

しかし(2)ドットコムバブルで中抜き（ディスインターメディアエーション）が進み、よりフラットな組織へ変貌しました。

すると中産階級が衰退し、一部が庶民層へ転落したのです。

そして(3)今回の AI 革命はさらに強烈。

ホワイトカラーの仕事がさらに奪われ、中産階級完全消滅の危機となります。

庶民の仕事もいずれ AI やロボットが代替し、人間不要になるかもしれません。

いま起きていることは

「AI（CapEx キャペックス）クラウドイングアウト」

です。

クラウディングアウト (英: crowding out) とは押し出し効果とも言われます。

国債金利金利が上昇し、それを買えばノーリスクで儲けられることから民間に資金が回らなくなつて経済活動が抑制されます。

例としては 1980 年代前半の米国では国債金利が 15%に達して市場から資金を吸い上げてしまいました。

資金が民間に回らなくなって失業 (ピーク時 10.8%) や倒産が増えました。

そう考えると、最近の奇妙な経済指標や株価の二極化がうまく説明できるのです。

今は民間の AI 関連がリソースを吸い上げているため、当時よりはいくらかマシです。

しかし「経済の二極化」や「社会の分断」はさらに深刻なものになるでしょう。

株価指数を持ちっぱなしで良かった時代が終わり、銘柄選択やタイミングがより重要になる気がしています。

また私個人としても、これまで不可能と思われた分析手法や仕事量が AI によって可能になりました。

私の情報発信も、このような変化や技術的なことが増えてゆく予感がします。

(終)

*****[会員さん用動画と投資戦略]*****

投資戦略アップデート (全会員共通) 20260228 エヌビディア、好決算で売られる危険信号。ビッグテック 4 社は買いで急速に財政悪化。英 MFS の二重担保も金融システム揺るがす。

(上のリンクはユーチューブ、下はランブルで同じ動画です)

<https://youtu.be/sg7AUFtiD5Y>

<https://rumble.com/v76eobw-20260228-4mfs.html>

これに加えポートフォリオ会員さん、個別銘柄会員さんにはパフォーマンスレポートとその動画で解説しますので週明けまでお待ちください。

*****[会員さん用動画と投資戦略]*****

=====

【会員さん用アップデート概略】

- 1. エヌビディア、好決算で売られる危険信号
- 2. ビッグテック 4 社は買いで急速に財政悪化
- 3. 英 MFS の二重担保も金融システム揺るがす

関連リンク

エヌビディア株、好決算でも大幅安—AI バブル懸念の根強さ鮮明に

5.5%安の 184.89 ドルで終了、他の半導体株も軒並み安

AI 投資の持続可能性を巡り、投資家は一段と強い確証を求めている

2026 年 2 月 27 日 at 7:09 JST

<https://www.bloomberg.com/jp/news/articles/2026-02-26/TB35XEKIJHA700?srnd=jp-homepage>

最高益 NVIDIA、AI 特需で手元現金 10 兆円 顧客に出資し需要が膨張

2026 年 2 月 26 日 11:45

<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOGN196B00Z10C26A2000000/>

ロンドン発の新たな信用破綻、ウォール街が巨額の資金回収に奔走

英 MFS が法的整理、トライカラーやファースト・ブランズに類似

MFS に二重担保の疑い、一部利益を横流しの可能性も—所在は不明

2026 年 2 月 28 日 at 3:46 JST

<https://www.bloomberg.com/jp/news/articles/2026-02-27/TB43GPT960SG00>

【1. エヌビディア、好決算で売られる危険信号】

エヌビディア業績は良かったのですが、良い利食いタイミングと思われたのか-5.49%と下落。

業績発表後の高値から見ると 3 日弱で 13%近く下げました。

エヌビディア・コーポレーション (NVDA)

184.89 -10.74 (-5.49%)

何度も書いているように、

「良い業績発表で売られるのは超危険信号」。

今のところ他の銘柄やセクターに資金が流れて SP500 全体の下落は軽微ですが、徐々に信用収縮の気配が強まっています。

【2. ビッグテック 4 社は貢いで急速に財政悪化】

エヌビディアがキャッシュを生み出す力（フリーキャッシュフローFCF＝営業キャッシュフローマイナス設備投資）は今年 1680 億ドルと急増し、テック主要 4 社の合計の 2.2 倍に達する見通し。

対照的に

「テック企業 4 社（アマゾン・ドット・コム、マイクロソフト、アルファベット、メタ）合計の FCF は 2023 年に 600 億ドルを上回っていたが、2026 年には 200 億ドル前後まで落ち込む。」

「AI 半導体という固定資産を大量に抱え、アセットライトな IT 企業からインフラ企業のような財務構造へと様変わりする。」

「エヌビディアは AI 特需でキャッシュが急速に積み上がる。1 月末時点では現金および現金同等物が前年の同時期に比べ 45%増の 625 億ドル（約 10 兆円）」

この記事からもエヌビディアが食物連鎖の頂点に立ち、その 4 社に貢がせていることは明白です。

かつて使い道がないほどの現金を抱えていた 4 社はそれをデータセンターなどの設備に変え、過剰投資のリスクを抱えています。

FCF がプラスであるうちはまだ余力があるとも言えますが、それはいつまで続くのでしょうか。。

やはりこの「設備投資チキンレース」にブレーキがかかるとすれば、**これら 4 社が資金調達限界を迎えた時**と考えます。

【3. 英 MFS の二重担保も金融システム揺るがす】

英住宅金融会社マーケット・フィナンシャル・ソリューションズ (MFS) が二重担保の疑いで破綻。

米トライカラーやファーストブランズに類似した、融資にまつわる不正です。

しかしトライカラーなどが自動車ローンだったのに太子、MFS は住宅でやっているのが恐ろしいところ。

「不動産登記簿はどうやって誤魔化したのだ？」

と思います。

これもクレジットが腐り始めたバブル末期の症状。

MFS に資金を突っ込んでいた錚々たる金融機関が回収に動いているようです。

これが担保回収や貸し渋りにつながると、信用収縮が拡大し国際金融システムへショック波及する
かもしれません。

私のシナリオは以下のようなものです。

(確率 15%サブシナリオ)SP500 指数が 2-3 割の下落で済む 2022 年バリュー逆襲型

(確率 85%メインシナリオ)それ以上の下落になる信用収縮拡大

今はそれらの入り口で、まだどちらのシナリオか区別が付きません。

2023 年 03 月のシリコンバレー銀破綻時のように金融システムが揺らいでも、それを上回るバブル
が発生すれば米株は高値を更新します。

金融不安によって金融緩和や財政出動などの政策が追い風になるからです。

しかしあちこちで小さなバブル（フロス）が破裂しているため、今は確率 85%の信用収縮メインシ
ナリオが濃厚と考えています。

(終)

*****[パフォーマンス]*****

2026 年 02 月の助言パフォーマンス (暫定)

「永久保有」は+8.37% (対指数-0.47%P)。グロース株損切りでビハインド食うも必需品銘柄強く必
需品指数にやや劣後で凌ぐ。

「グローバルマクロ」は+8.76% (対指数+7.16%P)。必需品指数はMSCI ワールド指数に+7.24%ポイン
トと指数勝ち。永久保有部分は必需品指数に-0.41%ポイントと指数に劣後。ロング・ショートは+0.32%
ポイントでトータル大幅優越。

「個別銘柄」は+0.70% (対指数-0.90%P)。グロース株損切りでビハインドも金利低下で債券ETFが

かなり穴埋め。

収益率	指数	差	投資戦略
+8.37%	+8.84%	-0.47%	永久保有
+8.76%	+1.60%	+7.16%	グローバルマクロ
+0.70%	+1.60%	-0.90%	個別銘柄

円基準	現地	通貨	指数
+1.60%	+0.76%	+0.83%	MSCI ワールド指数(*)
+6.39%	+5.51%	+0.83%	MSCI 新興国指数(*)
-0.04%	-0.87%	+0.83%	米 S&P 500 指数
-1.50%	-2.32%	+0.83%	米 NASDAQ100 指数
+2.09%	+1.25%	+0.83%	米 SOX 半導体指数
+10.44%	+10.44%	+0.00%	東証株価指数 TOPIX
+10.37%	+10.37%	+0.00%	日経平均
+8.84%	+7.94%	+0.83%	米国生活必需品指数(*)
-3.11%	-3.91%	+0.83%	情報技術(*)
-4.59%	-5.38%	+0.83%	一般消費財(*)
-4.34%	-5.14%	+0.83%	コミュニケーション(*)

-6.43%	-6.38%		「本流」ポジション (SP500 買い、新興国売り)
-7.24%	-7.18%		MSCI ワールド指数-必需品指数

【参考】(*)印は配当込みの指数です

【マクロポートフォリオパフォーマンス分解】

必需品指数は MSCI ワールド指数に+7.24%ポイントと指数勝ち。

永久保有部分は必需品指数に-0.41%ポイントと指数に劣後。

ロング・ショートは+0.32%ポイント。

+7.24% 必需品指数-MSCI ワールド指数

-0.41% 永久保有部分-必需品指数

+0.32% ロング・ショート

+7.16% 計

*****[ブログ]*****

2026年02月23日 12:30

【週末だけのグローバル投資 第896号】AIが意志を持ち始めた!? SF小説や科学者の警告が現実
に。人間は家畜化され最終的に不要か。AIが人間を支配するのが進化的に安定な状態。

<https://ammal.com/archives/51297026.html>

*****[メルマガ]*****

登録がまだの方はこちらへどうぞ。

<http://www.mag2.com/m/0001237271.html>

バックナンバーはこちら

<http://archive.mag2.com/0001237271/index.html>

(20260308) 確率低いが新たに「戦争特需シナリオ」追加。エネルギーと金利上昇は株価上昇の末期。ISM 製造業復活気配は吉か凶か。

ワイルドインベスターズ投資戦略アップデート (20260308) 確率低いが新たに「戦争特需シナリオ」追加。エネルギーと金利上昇は株価上昇の末期。ISM 製造業復活気配は吉か凶か。

(1) ポートフォリオ会員さん、個別銘柄会員さん用動画はまだ時間がかかりそうなので気長にお待ちください。

(2) 今回は作成した動画の内容を、AI とやりとりしつつ私の文体風にまとめてもらいました。

それでも私本来の文体とは少し違い「普通のメルマガっぽく」になっていますが、テストも兼ねていますのでご容赦ください。

気に入らなければ個人的にこっそり教えてください。

正直、動画を1本作るだけでヘトヘトになるのでAI がまとめてくれると凄く楽です。

ただいま 2026 年 03 月 08 日 (日) 23:15 です。

*****[チャート集]*****

最新チャートブックは会員サイトからご覧ください。

https://wildinvestors.com/chartbooks_list

ログイン方法や使い方

【週末だけのグローバル投資】ワイルドインベスターズ会員サイトリニューアルオープンのお知らせ (20231218)

<http://blog.livedoor.jp/contrarian65-wild/archives/51287991.html>

トラブルシューティング

ワイルドインベスターズ会員サイト、トラブルシューティングと FAQ (20231218_2)

<http://blog.livedoor.jp/contrarian65-wild/archives/51287992.html>

不都合等があればお知らせください。

wi@wildinvestors.com

*****[公開用動画（ブログ）と投資戦略]*****

=====

【公開用アップデート概略】

今週は公開用の動画を1本作成しましたので、それに代えさせていただきます。

それを前提に投資戦略を組み立てていますのでご高覧ください。

動画は長いので2倍速推奨です。

【概要】

2026年3月初旬の中東情勢は単なる紛争の域を超え世界秩序の根本的な再編へと突入しました。

イスラエルと米国によるイラン攻撃は同国の反撃能力をほぼ無力化し現在は体制の「システム麻痺」を狙う第2フェーズに移行しています。

今回の動乱を日本の国益という視点から分析すると極めて大きなプラスであると断言できます。

なぜなら「中露陣営の四天王」と目されたシリア、ベネズエラ、イランが立て続けに壊滅的な打撃を受けたことで中国による台湾や尖閣への侵攻シナリオが大幅に遅れることは避けられないからです。

■ 露呈した「中国の味方」をするリスク

今回、世界の国々が学んだ教訓は残酷なまでに明白です。

反米諸国としての結束を謳いながらも、中国は自国の利害が危うくなれば即座に「トカゲの尻尾切り」を行い知らんふりを決め込みます。

実際にブルームバーグ等の報道によれば、中国は

「2005年からイランに武器輸出はしていない」

「イランは重要なパートナーではない」

といった、露骨な責任転嫁の情報工作を開始しています。

さらに CNN の分析が指摘するように、中国は口先では武力行使に反対しつつも実質的な支援を一切提供しない「都合の良いときだけの友人」であることが見透かされています。

■ 海洋覇権国家の仕事を見せつけた米国

対照的なのが、トランプ政権下の米国が見せている圧倒的なリーダーシップです。

トランプ大統領はホルムズ海峡を航行する民間船舶に対し米海軍による物理的な護衛だけでなく米国際開発金融公社（DFC）を通じて約 3 兆円規模の海上保険を提供することを表明しました。

民間保険会社が撤退する極限状態において、自らリスクの最終引き受け手となり世界経済の血流を守り抜く。

これこそが、大陸国家の限界を露呈した中国には不可能な「海洋覇権国家」としての責任の果たし方です。

■ 投資家が直視すべき「新秩序」の真実

今回の作戦は、単なる米国とイスラエルの暴走ではありません。

ワシントン・ポストが報じたように、サウジアラビアの MBS 皇太子がトランプ大統領に対し、イランが核武装を完成させる前に叩くべきだと私的に働きかけていた経緯があります。

つまりこれは、**中東の主要プレイヤーたちによる「イラン体制の強制リセット」**という側面を持っているのです。

原油価格は一時的に急騰しましたが、米国が世界最大の産油国として供給責任を果たすことで、中長期的には落ち着きを取り戻すと予想しています。

どちらが世界のリーダーにふさわしいかは、もはや比べるまでもありません。

今回の動画本編では、スライドを駆使して「イラン革命防衛隊と国軍の決定的な差」や中国がなぜこれほどまでにパニックに陥っているのかを徹底解説します。

激変する 2026 年のマーケットを生き抜くための「真のインテリジェンス」をぜひお受け取りください。

安間 伸, CFA

* 「本記事は、安間 伸, CFA による独自の地政学分析および一次ソースの研究に基づき、

Google の AI (Gemini) との対話を通じて構成・編集されたものです。著作権は安間 伸, CFA に帰

属します。」

動画はこちら！

2026年03月08日15:07

投資戦略動画（公開用）20260308 イスラエルと米国のイラン攻撃は日本にとって朗報！四天王壊滅で中国の台湾・尖閣侵攻に遅れ。海洋国家の責任果たす米国とタダ乗りの中国。

<https://amma1.com/archives/51297194.html>

(終)

*****[会員さん用動画と投資戦略]*****

投資戦略アップデート（全会員共通）20260308 確率低いが新たに「戦争特需シナリオ」追加。エネルギーと金利上昇は株価上昇の末期。ISM 製造業復活気配は吉か凶か。

（上のリンクはユーチューブ、下はランブルで同じ動画です）

<https://youtu.be/8NiBPnU6X8>

<https://rumble.com/v76t8og-20260308-ism.html>

ポートフォリオ会員さん、個別銘柄会員さんにはこれらを踏まえてさらに詳しい動画を用意しています。

しかしまだ時間がかかりそうなので気長にお待ちください。

*****[会員さん用動画と投資戦略]*****

=====

【会員さん用アップデート概略】

1. 確率低いが新たに「戦争特需シナリオ」追加

2. エネルギーと金利上昇は株価上昇の末期

3. ISM 製造業復活気配は吉か凶か

関連リンク

米 2 月雇用、9.2 万人減で予想外のマイナス 失業率 4.4%に悪化

2026 年 3 月 6 日午後 10:55 GMT+9

<https://jp.reuters.com/markets/japan/A5GQGXGU3NPN7KE22ZTYAC2JBA-2026-03-06/>

公開動画「イラン攻撃と米海洋覇権」では、日本の国益という大局観をお伝えしましたが会員限定の当レポートでは、より踏み込んだ「具体的な相場観」を共有いたします。

現在、マーケットはエネルギー高と金利上昇という強気相場の「最終コーナー」特有の兆候を見せています。

今後の戦略を立てる上で、私が現在想定している 3 つのシナリオを整理しました。

【1. 確率低いが新たに「戦争特需シナリオ」追加】

中東情勢の緊迫化を受け、今回から 5%という低確率ながら「戦争特需シナリオ」を新たな選択肢に加えました。

米軍の介入や物資支援が米国内の製造業を刺激し凶らずも実体経済を下支えしてしまう可能性を指します。

インフレが昂進する中、現金の価値が目減りし、名目上の株価が上昇する「持たざるリスク」への備えも、頭の片隅に置くべき段階です。

【2. エネルギーと金利上昇は株価上昇の末期】

一方で、私が最も警戒しているのは、エネルギー価格の急騰と長期金利の上昇が同時に進行している点です。

これは**歴史的に見て、強気相場が「終焉」へ向かう際の典型的なサイン**。

一見すると「景気が強い」証拠に見えますが、企業の借入コスト増と消費者の購買力低下を招く「毒薬」でもあります。

メインシナリオである「信用収縮（確率 70%）」への警戒を緩めてはなりません。

【3. ISM 製造業復活気配は吉か凶か】

最新の ISM 製造業景況指数に見られる復活の兆しは、一見「吉」ですが今の金融環境下では「凶」の側面が強いと判断します。

製造業の復活はインフレ収束を遅らせ、FRB の利下げ期待を後退させます。

「強い経済指標＝さらなる金利上昇」という構図が、株式市場の重石となる逆風の局面が続くことを覚悟しておく必要があります。

投資家として大切なのは、一つのシナリオに固執せず常に「確率の推移」を追うことです。

今回の約 17 分の会員限定動画では、これらの指標がいかに関別銘柄や「台湾・尖閣有事」後の世界秩序と連動していくのか一次ソースのデータを交えて、エッセンスを凝縮して解説しています。

相場が最終コーナーを回り、景色が激変する中で皆様の資産を守り抜くための「真のインテリジェンス」を動画でご確認ください。

■ 今後の相場展開：3 つの確率推計シナリオ

(確率 5% 新登場) 戦争特需でインフレ昂進し名目的な株価上昇

(確率 25% 先週比+10%) 2-3 割の下落。2022 年型バリュウ逆襲

(確率 70% 先週比-15%) それ以上の下落。信用収縮拡大

(終)

* 本記事は、安間 伸、CFA による独自の地政学分析および一次ソースのリリースに基づき、

Google の AI (Gemini) との対話を通じて構成・編集されたものです。著作権は安間 伸、CFA に帰属します。

(終)

*****[パフォーマンス]*****

2026 年 03 月の助言パフォーマンス (暫定)

「永久保有」は-2.95%（対指数+0.81%P）。必需品銘柄売られたが債券下げず相対的に軽い損失。

「グローバルマクロ」は-3.09%（対指数-0.92%P）。現状ほぼ永久保有と同じだが、MSCI ワールド指数に-1.59%ポイントと指数負け。永久保有部分は必需品指数に+0.67%ポイントと指数に優越。

「個別銘柄」は-0.97%（対指数+1.20%P）。債券組み入れ奏功し軽い損失。

収益率	指数	差	投資戦略
-2.95%	-3.76%	+0.81%	永久保有
-3.09%	-2.17%	-0.92%	グローバルマクロ
-0.97%	-2.17%	+1.20%	個別銘柄
円基準	現地	通貨	指数
-2.17%	-3.25%	+1.12%	MSCI ワールド指数(*)
-5.84%	-6.88%	+1.12%	MSCI 新興国指数(*)
-0.93%	-2.02%	+1.12%	米 S&P 500 指数
-0.17%	-1.27%	+1.12%	米 NASDAQ100 指数
-6.17%	-7.21%	+1.12%	米 SOX 半導体指数
-5.63%	-5.63%	+0.00%	東証株価指数 TOPIX
-5.49%	-5.49%	+0.00%	日経平均
-3.76%	-4.82%	+1.12%	米国生活必需品指数(*)
+0.76%	-0.35%	+1.12%	情報技術(*)
-0.29%	-1.39%	+1.12%	一般消費財(*)
-0.98%	-2.07%	+1.12%	コミュニケーション(*)
+4.91%	+4.86%		「本流」ポジション（SP500 買い、新興国売り）
+1.59%	+1.57%		MSCI ワールド指数-必需品指数

【参考】(*)印は配当込みの指数です

【マクロポートフォリオパフォーマンス分解】

必需品指数はMSCI ワールド指数に-1.59%ポイントと指数負け。

永久保有部分は必需品指数に+0.67%ポイントと指数に優越。

ロング・ショートは0.00%ポイント。

-1.59% 必需品指数-MSCI ワールド指数

+0.67% 永久保有部分-必需品指数

+0.00% ロング・ショート

-0.92% 計

*****[ブログ]*****

2026年03月01日08:00

【週末だけのグローバル投資 第897号】いま起きているCapExクラウドイングアウト！AIにリソース食われ経済二極化。今回の「中抜き」はさらにインパクト大。

<https://amma1.com/archives/51297102.html>

2026年03月02日23:10

助言パフォーマンス 2026年02月

<https://amma1.com/archives/51297120.html>

*****[メルマガ]*****

登録がまだの方はこちらへどうぞ。

<http://www.mag2.com/m/0001237271.html>

バックナンバーはこちら

<http://archive.mag2.com/0001237271/index.html>

(20260315) エネルギー・素材強く金融弱いのは景気終盤。プライベートクレジット、信用収縮拡大気配。しかし日本の金融機関は投資意欲マンマン。

ワイルドインベスターズ投資戦略アップデート (20260315) エネルギー・素材強く金融弱いのは景気終盤。プライベートクレジット、信用収縮拡大気配。しかし日本の金融機関は投資意欲マンマン。

ただいま 2026 年 03 月 15 日 (日) 15:52 です。

*****[チャート集]*****

最新チャートブックは会員サイトからご覧ください。

https://wildinvestors.com/chartbooks_list

ログイン方法や使い方

【週末だけのグローバル投資】ワイルドインベスターズ会員サイトリニューアルオープンのお知らせ (20231218)

<http://blog.livedoor.jp/contrarian65-wild/archives/51287991.html>

トラブルシューティング

ワイルドインベスターズ会員サイト、トラブルシューティングと FAQ (20231218_2)

<http://blog.livedoor.jp/contrarian65-wild/archives/51287992.html>

不都合等があればお知らせください。

wi@wildinvestors.com

*****[公開用動画 (ブログ) と投資戦略]*****

=====

【公開用アップデート概略】

今週は公開用の動画を 1 本作成しましたので、それに代えさせていただきます。

それを前提に投資戦略を組み立てていますのでご高覧ください。

動画は長いので2倍速推奨です。

動画はこちら！

2026年03月13日 23:54

投資戦略動画（公開用）20260313 イラン政府、外国武装勢力使い国民虐○！ハメネイ師死亡を喜ぶ内外イラン国民。イラン人デモ隊「トランプありがとう！」を報じないメディア。

<https://amma1.com/archives/51297256.html>

それをまとめたブログはこちら！

<https://amma1.com/archives/51297257.html>

メルマガ登録がまだの方はこちら！

<https://www.mag2.com/m/0001237271>

(終)

*****[会員さん用動画と投資戦略]*****

投資戦略アップデート（全会員共通）20260315 エネルギー・素材強く金融弱いのは景気終盤。プライベートクレジット、信用収縮拡大気配。しかし日本の金融機関は投資意欲マンマン。

（上のリンクはユーチューブ、下はランブルで同じ動画です）

<https://youtu.be/J9b-KmcCT-w>

<https://rumble.com/v774uim-20260315-.html>

ポートフォリオ会員さん、個別銘柄会員さんにはこれらを踏まえてさらに詳しい動画を用意しています。しかしまだ時間がかかりそうなので気長にお待ちください。

*****[会員さん用動画と投資戦略]*****

=====

【会員さん用アップデート概略】

1. エネルギー・素材強く金融弱いのは景気終盤
2. プライベートクレジット、信用収縮拡大気配
3. しかし日本の金融機関は投資意欲マンマン

関連リンク

モルガンS、プライベートクレジットの償還制限ークリフウォーターも

モルガンSは発行済み口数の5%に制限、クリフウォーターは7%

償還請求の動き拡大ーブラックロックの制限設定に他社も追随

2026年3月12日 at 7:20 JST

更新日時：2026年3月12日 at 9:40 JST

<https://www.bloomberg.com/jp/news/articles/2026-03-11/TBR9M2KK3NY900?srnd=jp-finance>

米JPモルガン、ローン評価額引き下げでファンド融資減少へ＝関係筋

2026年3月13日午前 9:15 GMT+9

<https://jp.reuters.com/markets/japan/65URPC4XHVILVMJDASU6DLIK2E-2026-03-13/>

懸念材料が増えているにもかかわらず、日本の保険会社は依然としてプライベート・デットへの関心を失っていない

Japan insurers still keen on private debt amid growing red flags

Mar 12, 2026

<https://www.japantimes.co.jp/business/2026/03/12/companies/japan-life-insurance-private-debt/>

イラン緊迫、アジア安保に波及 沖縄駐留の米海兵隊派遣

2026年3月14日 18:33 (2026年3月14日 21:43 更新)

<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOCB140ZPOU6A310C2000000/>

イラン、一部石油タンカーのホルムズ海峡通過を認める案検討 人民元での決済が条件

2026.03.14 Sat posted at 09:02 JST

<https://www.cnn.co.jp/world/35245032.html>

中国、イラン女子小学校攻撃は「重大な国際人道法違反」 遺族に 3200 万円寄付表明

2026 年 3 月 14 日 12:39

<https://www.afpbb.com/articles/-/3626631>

ハマス、イランに「近隣諸国への攻撃」停止要請

2026 年 3 月 14 日 16:18

https://www.afpbb.com/articles/-/3626641?cx_part=top_latest

【1. エネルギー・素材強く金融弱いのは景気終盤】

弊社の予想通り、SP500 米株指数は安値を切り下げってきました。

イラン攻撃や原油爆騰の陰でプライベートクレジットファンドなどが損失を計上し、信用収縮の波が広がっています。

米国債金利も上昇し、市場は**スタグフレーション警戒の初期段階**。

しかし私は**イランの反撃は局所的なものに留まり、インフレを招く直接的な原因にはならないだろう**と考えています。

エネルギー・素材強く金融弱いのは景気の終盤。

そして踏ん張っていたサブセクターが崩れ始めたことも、上昇相場の終わりを予感させます。

情報技術の中でクラウド・セキュリティ・ソフトウェアは 4 か月以上弱く、半導体だけがブチ上がって支えていました。

しかしその半導体もついに下げ始めました。

金融は保険だけが弱かったのですが、ここ 1 カ月で地銀・(投資)銀行・取引所や金融サービスなどが急速に下げ始めました。

地銀・(投資)銀行はプライベートクレジットの問題で。

金融サービスはソフトウェア急落 (SaaS の死) の影響と考えられます。

【2. プライベートクレジット、信用収縮拡大気配】

そのプライベートクレジット市場では信用収縮が拡大気配。

モルガンスタンレーがプライベートクレジットファンドのひとつに償還上限を設定しました。

米投資顧問会社クリフウォーターは14%の解約請求に対し裁量上限7%の償還で応じました。

JP モルガンはプライベート・クレジット・ファンド向けローンの一部で評価額を引き下げました。

これはソフトウェア関連と考えられ、このファンドへの融資は減少する見通しです。

担保価値が下がり→融資が減り→資産価格が下げ→担保価値が減りと繰り返すのが「負のスパイラル」。

プライベートクレジット市場はすでに、**局所的な信用収縮**に入っています。

【3. しかし日本の金融機関は投資意欲マンマン】

しかし日本の金融機関はプライベートクレジットへの投資意欲はマンマンです。

一般論として「日本の金融機関は資産価格から逃げ遅れがち」。

だから上昇相場の終わりに海外から挙って売り込みが来ます。

その理由を挙げてみると

- | |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none">(1) 投資金額が大きいため、自分で市場を壊す恐れがあり弱気なことを言えない(2) 負債とのマッチング (ALM) 上、おいそれと資産を動かさない(3) 内部評価基準が違うため、損失避けても評価されない |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

などが考えられます。

もちろんその言葉を額面通り受け取るべきではなく、「強気なことを言って価格を高く吊り上げたまま売り抜ける」のも常套手段。

それでも**海外でヤバくなった金融商品を日本に売りに来るのを見るたびに、「バブル末期のサインだなあ」と感じ入ってしまいます。**

米国は沖縄米海兵隊をイランに派遣し、日本の守りが手薄になります。

中国にとって台湾・尖閣侵攻のチャンス。

一方、「米国がそれを誘っている」とも考えることができます。

中国はいま「それどころではない」と思いますが、後から思えば今が最大のチャンスだったことになるかもしれません。

イランはあからさまにドル覇権への挑戦を叩きつけ、イラクのフセイン大統領と同じ逆鱗に触れました。

中国も米への対決姿勢強めています。

混迷を極める世界の中でも、引き続き米株が有利と考えます。

(終)

*****[パフォーマンス]*****

2026年03月の助言パフォーマンス (暫定)

「永久保有」は-3.20% (対指数-0.45%P)。必需品銘柄大きく下げ債券ETFでも穴埋めできず。

「グローバルマクロ」は-3.33% (対指数-0.68%P)。必需品指数はMSCIワールド指数に-0.09%ポイントと指数負け。永久保有部分は必需品指数に-0.58%ポイントと劣後。

「個別銘柄」は-0.59% (対指数+2.06%P)。債券組み入れが奏功しマシな下げ。

収益率	指数	差	投資戦略
-3.20%	-2.75%	-0.45%	永久保有
-3.33%	-2.65%	-0.68%	グローバルマクロ
-0.59%	-2.65%	+2.06%	個別銘柄
円基準	現地	通貨	指数
-2.65%	-4.88%	+2.35%	MSCIワールド指数(*)
-6.56%	-8.70%	+2.35%	MSCI新興国指数(*)
-1.32%	-3.59%	+2.35%	米S&P500指数
-0.03%	-2.32%	+2.35%	米NASDAQ100指数
-3.36%	-5.58%	+2.35%	米SOX半導体指数
-7.86%	-7.86%	+0.00%	東証株価指数TOPIX

-8.55%	-8.55%	+0.00%	日経平均
-2.75%	-4.98%	+2.35%	米国生活必需品指数(*)
+1.15%	-1.17%	+2.35%	情報技術(*)
-2.06%	-4.30%	+2.35%	一般消費財(*)
-0.96%	-3.23%	+2.35%	コミュニケーション(*)
+5.23%	+5.11%		「本流」ポジション (SP500 買い、新興国売り)
+0.09%	+0.09%		MSCI ワールド指数-必需品指数

【参考】(*)印は配当込みの指数です

【マクロポートフォリオパフォーマンス分解】

必需品指数は MSCI ワールド指数に-0.09%ポイントと指数負け。

永久保有部分は必需品指数に-0.34%ポイントと劣後。

ロング・ショートは 0.00%ポイント。

-0.09%	必需品指数-MSCI ワールド指数
-0.34%	永久保有部分-必需品指数
+0.00%	ロング・ショート
-0.43%	計

*****[ブログ]*****

2026年03月09日08:00

【週末だけのグローバル投資 第 899 号】海洋覇権の責任を果たす米国とフリーライダー中国：イラン体制崩壊の衝撃と日本の国益

<https://ammal.com/archives/51297195.html>

*****[メルマガ]*****

登録がまだの方はこちらへどうぞ。

<http://www.mag2.com/m/0001237271.html>

バックナンバーはこちら

<http://archive.mag2.com/0001237271/index.html>



03 【再掲】投資戦略[特別]メール

29. 【再掲】投資戦略アップデート[特別]メール 今回から省略します