

オッズが変わる:2026年は “投機”ではなく“投資”が報われる年に

2026年1月2日 | Rick Rieder

(本レポートは2026年1月に発行された英語版レポートを翻訳したものです。英語のオリジナル記事はこちら:

The Odds Are Changing: Investing in 2026)

カジノに例えるとすると、ここ数年間はカジノ中を歩き回ってどのテーブルで賭けても儲かるような気分だったとすれば、2025年は、夜に小さな明かりが灯り、「やはり、ハウス(胴元)の取り分がある」と気づくタイミングだったといえます。

2020年から2024年にかけて、株式市場ではどのようなリスクを取ってもほぼ報われ、リターンを得ることができました。同期間中S&P 500構成銘柄の半数以上の年率リターンが15%を超え、約90%の銘柄の年率リターンがプラスとなりました。言い換えると、「テーブルにチップを置く」だけで、これまでになくうまく行ったのです。つまり、どの銘柄に投資しても比較的簡単に利益を得やすかったということです。

今年は状況が異なります。2025年が幕を閉じ、約40%のS&P 500構成銘柄の年間リターンはマイナスに転じると見られます。このような状況の変化は、2026年を考える上でとても重要です。これからの一年は、運任せのカジノのような環境ではなく、しっかりと“投資”を行う人が成果を得る市場になるでしょう。

勝つためには、話題の人気銘柄やテーマを追いかけるのではなく、ポジションの大きさを慎重に決め、上昇する確度の高い銘柄に的を絞る必要があります。

インフレの嵐は過ぎ去り、雇用が新たな問題に

まずは良いニュースから始めましょう。過去数年間、市場を支配していたインフレの嵐は概ね過ぎ去った模様です。

以前はインフレがなかなか下がらない原因となっていた住居費の上昇ですが、今では6カ月間や3カ月間の指標で見ると、コロナ禍前の落ち着いた動きに戻りつつあります。また、物価全体の変動も同じような傾向で、対前月比コアインフレ率も1990年から2020年の安定していた時期と同じくらい落ち着いた状態になっています。

関税による影響は生じたものの、これも一時的なショックであることがデータに示されています。データによると、転嫁された関税がすでにコアPCEインフレ率を約0.5パーセントポイント押し上げ、さらにおそらく0.4ポイントの上昇が見込まれます。これは大きいですが、インフレ・スパイラルを再燃させるほどではないでしょう。市場も同様の見方をしている様子で、5年のブレイクイーブン・インフレ率は2.3%近辺で推移し、これは、これまでの多くの景気サイクルで政策当局が概ね理想としてきた水準です。



出所：米労働省労働統計局 (BLS)、2025年9月30日現在のデータ

インフレがもはや中心的な問題ではないとすると、何が問題なのでしょう。それは雇用です。

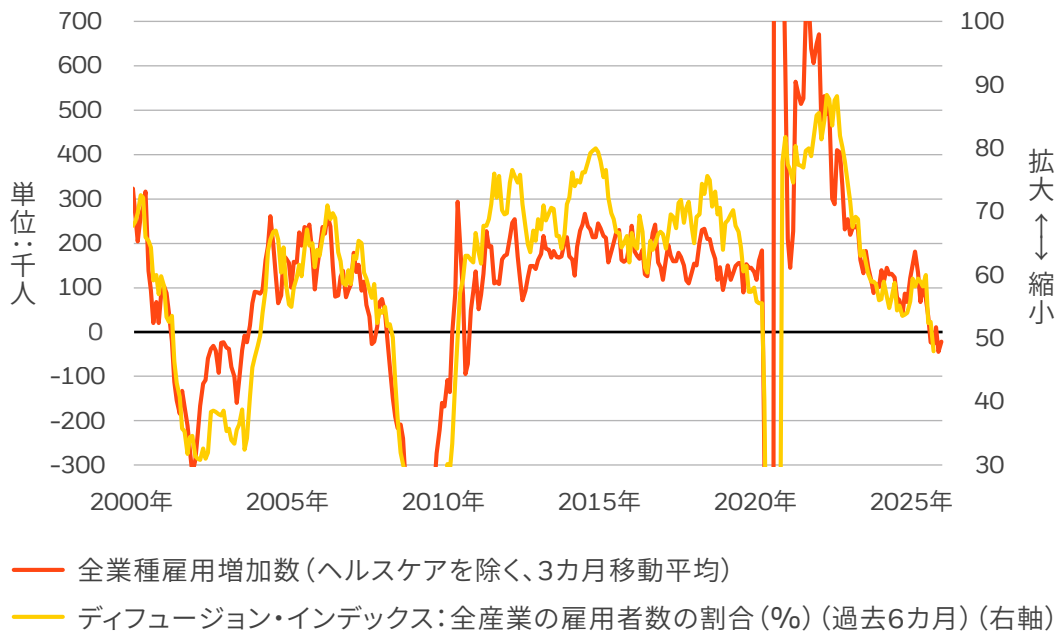
主要な統計指標だけでは見えにくいですが、実際には労働市場の需給バランスが崩れ、働く人を取り巻く状況はどんどん悪くなっています。「縁辺労働者」、すなわち就業を希望しており、過去12カ月に仕事を探していたもののこの4週間に仕事を探していない労働者の比率は緩やかに上昇しています。各種レイオフ（一時解雇）の発表によれば、10月の雇用削減の約70%はコスト削減、自動化、リストラといった効率化の取り組みが理由であり、従来のような景気悪化によるものではないことがわかります。

また、雇用が増えているのはほとんどヘルスケア分野だけです。ヘルスケアを除くと、他の業界では新しく増えた雇用の数が3カ月平均でマイナスになっており、これは過去25年以上で景気後退以外の期間では初めてのことです。つまり、全体の雇用者数は一見すると安定しているように見えますが、実はヘルスケア以外の分野では新しい働き口が生まれていない、ということになります。ヘルスケアの雇用も鈍化して、より平均的な水準に近づいていることから、その下支えも弱まりつつあります。

10月と11月の雇用統計はこうした実態を裏付けています。雇用は明確に鈍化し、不完全就業率は8.7%へと、コロナ禍以降で最も急速なペースで上昇しました。賃金の上昇ペースも、前年と比べて3%台半ばにとどまり、伸びが鈍くなっています。このように、雇用が伸び悩み、労働市場の緩みが広がり、賃金もあまり上がっていない状況では、高い政策金利等を持って金融環境を引き締め続けるべき状況とは言えません。

同様にアフォーダビリティ（価格の手ごろさ）も重視すべきです。インフレは沈静化しても、主要な価格（住宅、輸送、保険料、基本サービス）の多くは高止まりしたままです。金利上昇も住宅の所有を難しくしています。その結果、富の偏在と消費の格差がより顕著になっています。高所得世帯はこのショックを概ね吸収することができますが、低中所得世帯は負担が厳しくなっていると感じています。

そのため、家計調査を見ると、これから1年間の労働市場に対する人々の期待は、これまでで最も低いレベルにまで下がっているのも不思議ではありません。



出所：BLS、2025年11月30日現在のデータ

このような理由から、ブラックロックは、米連邦準備制度理事会 (FRB) が2026年に最優先で取り組むべきことは、インフレ対策ではなく、すでに影響を受けている経済分野にこれ以上不必要な負担をかけないようにすることだと考えています。インフレの問題はほぼ落ち着いており、今後は雇用の課題が出てくると予想されることから、ブラックロックは金融政策の引き締めを再検討し、よりバランスの良い方針へと転換する必要があると、改めて述べています。

AI: 収益源というよりもコストの革命

雇用の状況が大きく変わるとされる理由の1つは、新製品の開発だけでなく、人員削減と生産性向上を目的とするテクノロジーの導入が拡大していることです。

今年の企業からの説明は極めて一貫しています。業種を問わず、経営陣は「最大の賭け」のための「効率性の向上」、「事務手続きの削減」、「組織の簡素化」、「リソースの転換」の取り組みについて語っています。文言は企業ごとに異なりますが、テーマは同じです。いまや自動化とAIがコスト管理と収益成長の中心的手段となっています。

その長期的な影響は甚大です。現在、人件費は産業界の総費用の約55%を占めています。AIとそれに関連したテクノロジーによって企業の費用に占める人件費の比率を55%から50%へと5%でも引き下げることができれば、そしてその節減の75%を企業に、25%をAIサービス・プロバイダーに還元すると、そのキャッシュフローの現在価値は膨大な金額になります。合計では、1年間の人件費削減で約1.2兆米ドルが創出される可能性があり、これは毎年約8,780億米ドルの税引き後企業利益の増益に相当します。企業がコスト削減によって得られる利益の合計は約82兆米ドルにもなり、さらにAIを提供する企業にも27兆米ドルの価値がもたらされます。

ちなみに、この現在価値の合計額110兆米ドルの創出源は新たな収益ラインではありません。それは費用構造の変化によって生み出され、労働者が敗者であることは明白です。機械的に計算すると、人件費を9%削減することで、企業収益は約31%増加します。すべてのセクターでこれほど大規模な変化が生じなかったとしても、株式や債券には大きな影響が及ぶでしょう。

	10億米ドル
現在のデータ	
業界の年間生産高 (季節調整済み年間換算、米ドル)	23,417
年間人件費 (季節調整済み年間換算、米ドル)	12,880
人件費の対生産高比率 (%)	55%

理論上の変化	
理論上の人件費削減 (対生産高比率、%)	-5%
プロフォーマ人件費生産高比率 (%)	50%
プロフォーマ年間人件費削減額 (季節調整済み年間換算、米ドル)	1,171
理論上の人件費削減のAIへの還元割合 (%)	25%
理論上のAIの年間収益 (季節調整済み年間換算、米ドル)	293

成長率5%、割引率3%とした時の人件費削減額の現在価値	27,392
-----------------------------	--------

	10億米ドル
現在のデータ	
税引き後年間企業利益 (季節調整済み年間換算、米ドル)	2,788
税引き後年間企業利益率	12%

理論上の変化	
プロフォーマ税引き後企業利益率	16%
プロフォーマ税引き後年間企業利益 (季節調整済み年間換算、米ドル)	3,666
プロフォーマ税引き後企業利益増加分 (季節調整済み年間換算、米ドル)	878
プロフォーマ利益増加分当期利益比率 (当期利益に対する比率)	31%

成長率5%、割引率3%とした時の増分利益の現在価値	82,175
---------------------------	--------

出所：米商務省経済分析局、2025年6月30日現在、およびブラックロックの分析、2025年12月15日現在。上記は例示を目的としたもので、いかなる商品、市場または戦略の実際もしくは将来のパフォーマンスを示すことを意図したものではありません。仮想上の結果は固有の限界があり、実世界の状況、トレーディングまたは市場行動を反映するものではありません。

以上の理由から、ブラックロックは一貫してAIを何よりもまずコストと利益率の観点からとらえます。時間が経つにつれて、AIは、それを効果的に展開する企業のROE上昇を支える要素になると思われます。

投資家にとって大切なのは、株式や債券の中でも、ビジネスが成長しやすく、安定してキャッシュフロー生み出し、AIを使って生産性を高める長期的な計画を持っている会社の銘柄を選んで持つことです。

2026年：力強い成長、雇用の軟化、ばらつきの拡大

では、2026年を見通した時、上記の結果マクロ・レジームはどのような状況になるのでしょうか。

注目すべきいくつかのポイントがあります。

- **雇用状況はやや弱まっていますが、経済成長は底堅さを維持すると思われま**す。国内の実質民間最終消費支出は、知的財産、ソフトウェア、AI関連データセンターの建設、発電インフラへの活発な投資に牽引され、実質経済成長率が2%近辺となることを引き続き示しています。
- **政策は依然として概ね支援要因**です。財政赤字は大きいままではあるものの、流動性の逼迫感はなく、FRBは継続的に政策金利を中立水準に近づけていくと思われま
- **しかし、成果の分布は拡大**しています。10年以上に及ぶ金融規制により金利は下限に抑えられていましたが、その後、資本コストは上昇に転じ、業種、財務状況、国家によってばらつきが再び拡大しています。総合的なマクロ経済指標は好調さを維持しているものの、固有の要因によるデフォルトや格下げはより頻繁に発生すると予想します。

こうした環境で、2026年は予想外の上昇と突然の下落の両方がより頻繁に生じる年になると見られます。これはさまざまな点から見て、分布の両サイドを利用する、世界金融危機以降で最良の機会です。すなわち、リスクの対価を受けられるクオリティの高いインカムと持続的な成長が期待できる銘柄を保有し、脆弱性と乖離した割高さを有する銘柄に関しては慎重姿勢を取る（時にショート・ポジションを取る）機会が到来しています。

つまり、この市場は、運任せで投資＝“投機”する人よりも、しっかり考えて行動する“投資”家が成果を得られるということです。

インカムと時間を使って困難な仕事をなし遂げる

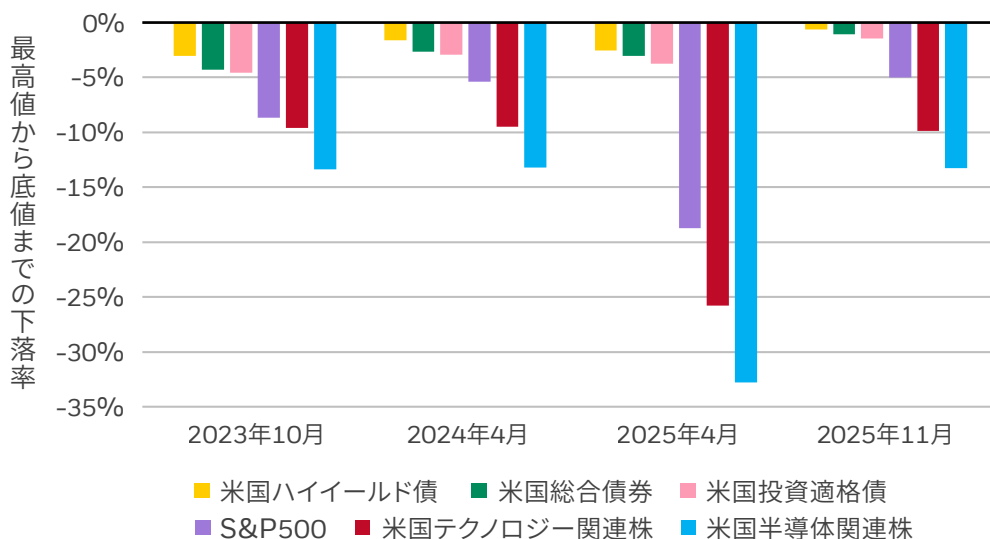
健全な市場にも紆余曲折があります。2023年以降、明らかな「エアポケット」、すなわち市場が上昇トレンドに乗る前に大幅に下落するような現象をすでに幾度か経験しました。そして一攫千金や幅広く投機的な上値を狙えるレジームから、平常に近いばらつきのあるレジームが変化する中、エアポケットはほぼ確実に増えると思われま

こうした出来事は、私たちに投資とは実際に何であるかを気づかせるきっかけとなります。ギャンブルの世界では、すべてが運任せです。素早く勝利するか、手を引くかです。しかし投資の世界では、こうしたエアポケットの中でもキャッシュフローを創出し続けることができる資産を保有しているか、そのインカムと複利を有効に機能させるだけの十分な時間を確保しているかが重要です。

こうした理由から、ブラックロックは持続的に利回りを享受することを重要視しています。市場が動揺した時でも、インカムは継続的に創出されます。市場が混乱しても、再投資されたインカムが、複利効果によりポートフォリオを長期的な軌道に徐々に引き戻す重要な役割を果たすでしょう。

鍵はキャッシュフローを生む資産を保有し、エアポケットが生じることを受け入れ、成果の達成を短期的な運に任せるのではなく、インカムと時間を味方にして、サイクルの次のフェーズに進むことだとブラックロックは考えま

直近のストレス時のドロウダウン



出所：ブルームバーグ、2025年12月15日現在のデータ

どこに張るべきか

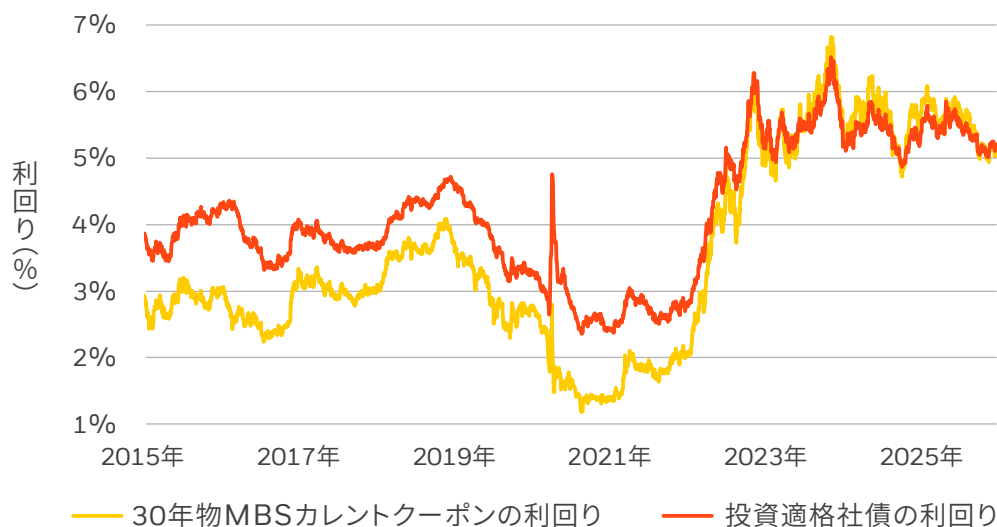
こうした状況を背景に、2026年に向けて資金をどのように配分すればよいのでしょうか。

1. クオリティの高い債券

足元では投資適格債に特別な割安感はないため、市場全体に投資することが主要なリターン源泉になる可能性は低いでしょう。この市場セグメントが依然として興味深いと言えるのは、財務状態が健全な銘柄に対して、歴史的に見ても高い利回りと、戦術的スタンスを取る機会を確保できることだと考えます。これには、特に大手ハイパースケイラー企業やインフラ関連の発行体からの大型起債に伴い、セカンダリー市場では見られないような、新発債プレミアムを享受することも含まれます。

こうしたクオリティの高いコア債券の中で、モーゲージ債と証券化商品のインカム創出の一部としての役割にも注目しています。堅固な構造的プロテクションと分散効果が見込めるこれら両債券の市場は、特に投資家がストラクチャーと担保の質を選別できる場合、国債を大幅に上回る利回りを享受できる可能性があります。

MBSと投資適格社債の利回り比較

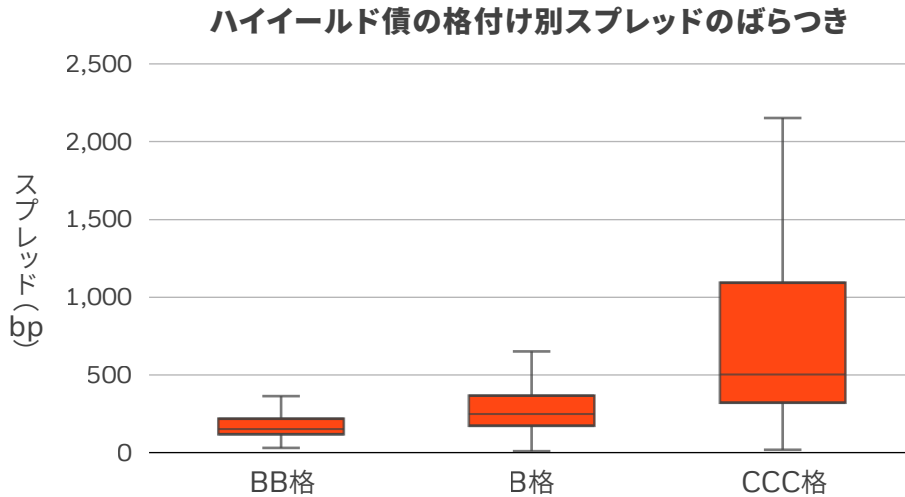


出所：ブルームバーグ、2025年12月5日現在のデータ

2. 厳選されたハイイールド債とプライベート市場の機会

投資適格未満の債券については、より選別的にみるべきでしょう。資本コストが上昇し、市場において質に対する要求が高まっているため、脆弱な発行体のデフォルトや格下げが増えることが見込まれます。

こうした状況では、クオリティが低い市場セグメントに幅広く投資するのではなく、財務状態がより健全で、カスタマイズされたプロテクションを備え、キャッシュを創出する事業につながる効率的な資本構成の要素を持つ銘柄を選別的に選好します。

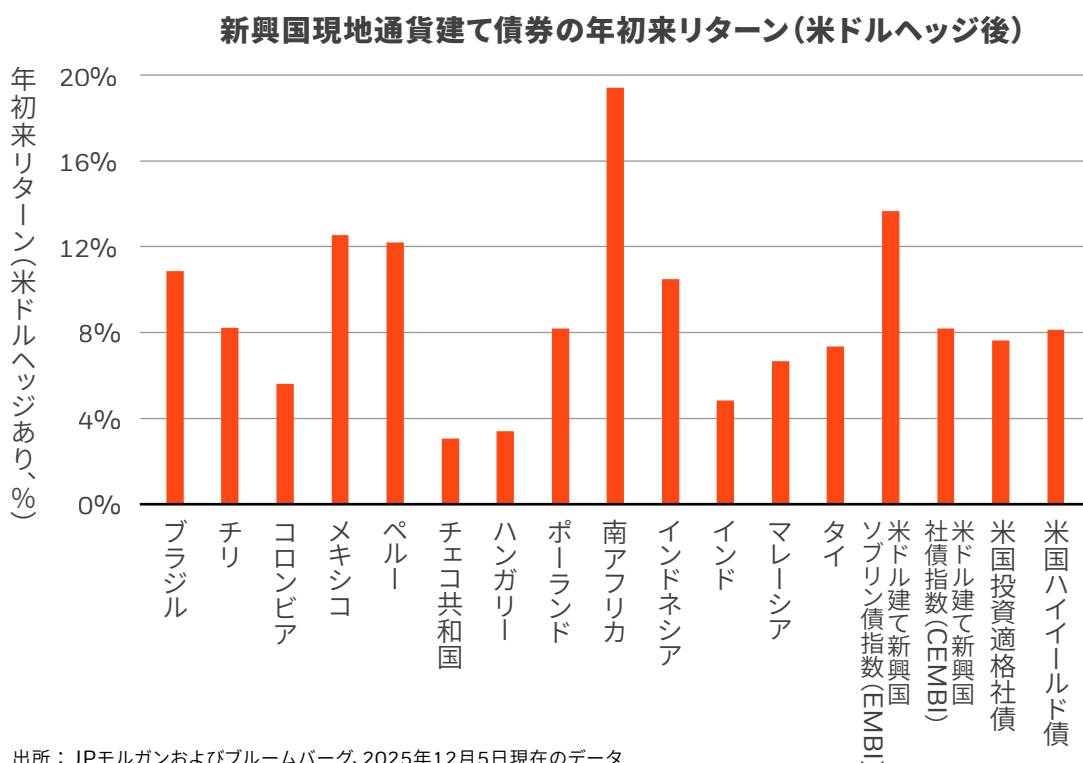


出所：ブルームバーグ、2025年12月5日現在のデータ

3. 分散投資先としての新興国債券

ブラックロックは、効果的な分散投資先としての新興国債券の役割にも注目しています。多くの新興諸国は財政政策や人口動態が米国とは異なっており、先進国に先行して利下げや財政赤字の改善が進むケースも見られました。

厳選された現地通貨建て債券と米ドル建て債券のポジションを取ることで、特に投資開始時の利回りが魅力的な水準にある場合、米国中心の債券ポートフォリオに内在する財政リスクや金利リスクの分散に役立てることができるでしょう。



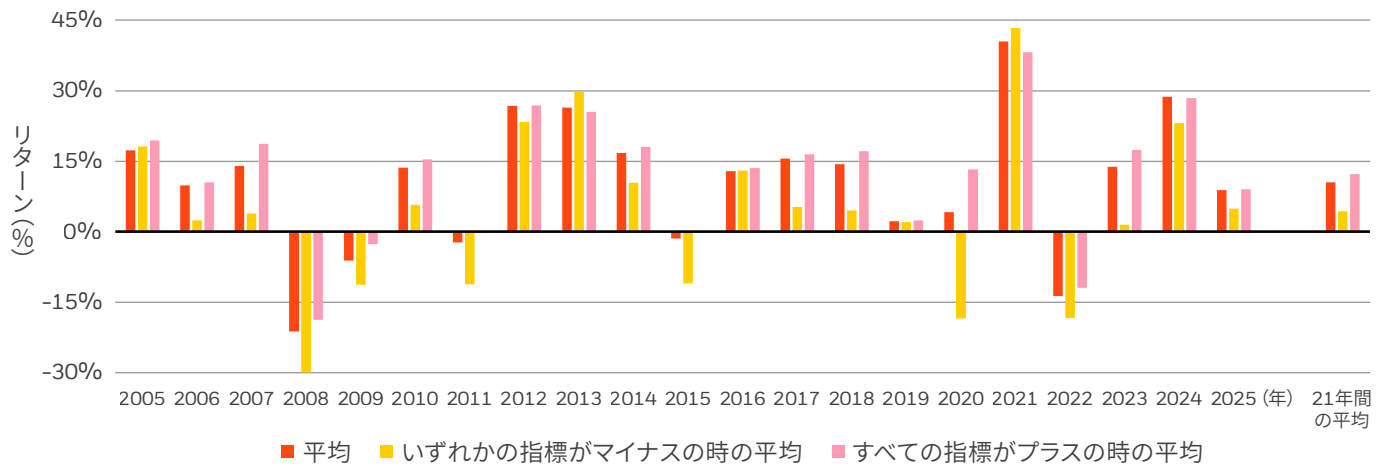
出所：JPモルガンおよびブルームバーグ、2025年12月5日現在のデータ

4. AIの恩恵を受ける株式

株式に関して、問わなければならない重要な点は、AIによるコスト革命の恩恵を受けるのは誰かということです。AIに賭ける少数の大手企業が市場を牽引しているのにはもっともな理由がありますが、ばらつきは拡大しています。

ブラックロックは、業績発表で話題の流行語を並べ立てる企業ではなく、持続的な収益力と健全な財務状態を維持し、AIを利用して利益率を高め、競合他社の参入を防ぐ障壁を強化する確実な道筋を描いている企業に重点を置いています。上げ潮に乗って上昇できる船が少なくなる世界で、こうしたクオリティと概念実証のフィルターは数年前よりも重要性が増しています。

S&P 500企業のパフォーマンス - 特定の財務ファンダメンタルズ指標による分類



出所：ブルームバーグ、2025年12月3日現在のデータ

ギャンブルから投資へ

2026年を迎え、皆様に残したいメッセージが1つあるとするならば、それは「状況は一変した」です。

市場に賭ければ常に儲かるように思われた時代は終わりました。インフレはもはや中心的な課題ではありません。足元では労働市場の動向とAIの波及効果がより重要になり、政策は明らかな引き締めから中立の水準に近づいていくと思われます。経済成長は底堅さを維持するものの、ばらつきとデフォルト・リスクは拡大しています。

このような市場環境でのギャンブルの勝率が数年前に比べて著しく低下しています。対照的に、“投資”は今でも極めて良好な勝率を提供します。持続的なインカムを生み、財務状況が健全で、生産性革命の恩恵を受ける格好の位置づけにある銘柄を保有し、そのポジションからの利益を時間をかけて複利で増やしていきます。ギャンブル的な投資ではチャンスをつかむことはできません。クオリティの高い銘柄とそうでない銘柄とを再び区別するようになった市場において、慎重な銘柄選択を行い、規律を重視する投資家として忍耐強く行動する者が、投資機会をとらえるとブラックロックは考えます。