

クレジット四半期アウトルック

# 事実は小説より奇なり

- ・ 解放の日以降、クレジット・スプレッドは目覚ましい回復を遂げる
- ・ 非常に強力なテクニカル要因がクレジット市場を引き続き下支え
- ・ スプレッドがタイトであること以外にも慎重であるべき理由は存在

2025 年第 2 四半期は、さまざまな点で注目を集めた四半期でした。私たちが前回のクレジット四半期アウトルックを“送信”した直後に、世界は「解放の日」の洗礼を受けることになりました。

関税ショック発生直後の影響と、それに関連するネガティブな反応を受けて、リスク資産は軒並み大幅に下落しました。そのわずか 1 週間後、国債市場と株式市場におけるボラティリティの急上昇に「おびえた」かのように、トランプ政権が相互関税の 90 日間の猶予期間導入を発表したことが引き金となって、市場は劇的に回復しました。

また、現在、上院で審議中の「大きく美しい法案 (One Big Beautiful Bill Act (OBBBA))」も、さらなる混乱と警戒感を招く要因となっています。なかでも、米国の財政赤字に与える潜在的な影響に加えて、海外からの投資に対する課税強化を可能にする「内国歳入法 899 条 (セクション 899)」への懸念が、依然として払拭されていません。

最近の中東情勢をはじめとする地政学関連の衝突も、不確実性を一段と高めています。このように波乱要因が存在 (これだけではありません) するにもかかわらず、クレジット・スプレッドは解放の日前を下回る水準で推移しています。まさに、“事実は小説よりも奇なり”と言えるでしょう。

今回の四半期アウトルックでは、ロベコのクレジット市場に対する最新の見解と今後の見通しについて、概要をご説明します。

## アウトルック 2025 年 6 月

機関投資家向け資料



**Matthew Jackson**  
投資適格債券



**Sander Bus**  
ハイイールド債券

## 「事実は小説より奇なり。小説は実現可能性にこだわらざるをえないが、事実はそうでないからだ」 - マーク・トウェインの名言

### ファンダメンタルズ

今年度の米国の経済成長率は、大幅な低下が見込まれています。ブルームバーグのコンセンサス予想によると、通年の実質 GDP 成長率は 2024 年の 2.8% から 1.4% に低下する見通しです。最近の政策転換を受けて、景気後退入りのリスクはいくぶん後退しているものの、完全に払拭されたわけではありません。どちらかと言うと、コンセンサス予想を下振れする可能性の方が高いというのがロベコの見解です。関税がもたらす真の経済的影響と不確実性の高まりが、「ハードデータ」に反映されるようになるまでには、一定の時間を要すると見込まれます。実際のところ、上期に発表された経済指標の多くは、関税導入前の駆け込み需要によって上振れしているという印象が拭えません。関税は物価を押し上げ、企業の利益率を悪化させるとともに、消費者の購買力を低下させるため、いずれは経済成長に悪影響を及ぼします。政策の先行き不透明感を背景に、企業の投資や採用に対する姿勢は、いっそう慎重になる可能性が高いでしょう。その一方で、減税や規制緩和といった政策対応、さらには人工知能 (AI) がもたらす革新が、影響の緩和につながると思われる。

足元で、インフレは比較的落ち着いた動きを見せています。大統領の怒りを買うことを恐れた多くの企業は、事前に在庫を積み増した上で、目立たないペースで慎重に値上げを進めていると考えられますが、そのような対応が長続きしないのは明白です。また、賃金の伸びは安定しているものの、トランプ政権の移民政策の下で、その持続性には疑問が残ります。さらに、最近の中東情勢は原油価格の上昇リスクを示唆するものですが、これもインフレの上昇圧力につながると見込まれます。

米連邦準備制度理事会 (FRB) は、デュアル・マンドート (2 つの使命) が相反する動きを見せるなど、難しい局面に直面しています。インフレが上昇し、景気が失速の兆しを見せない状況において、政策対応に踏み切る理由は、政治的圧力の他にほとんど見当たりません。労働市場に弱含みの兆しが見え始めた場合に、消費者物価指数 (CPI) の上昇を「一過性の」要因と判断して金融緩和に踏み切ると、ロベコは予想しています。

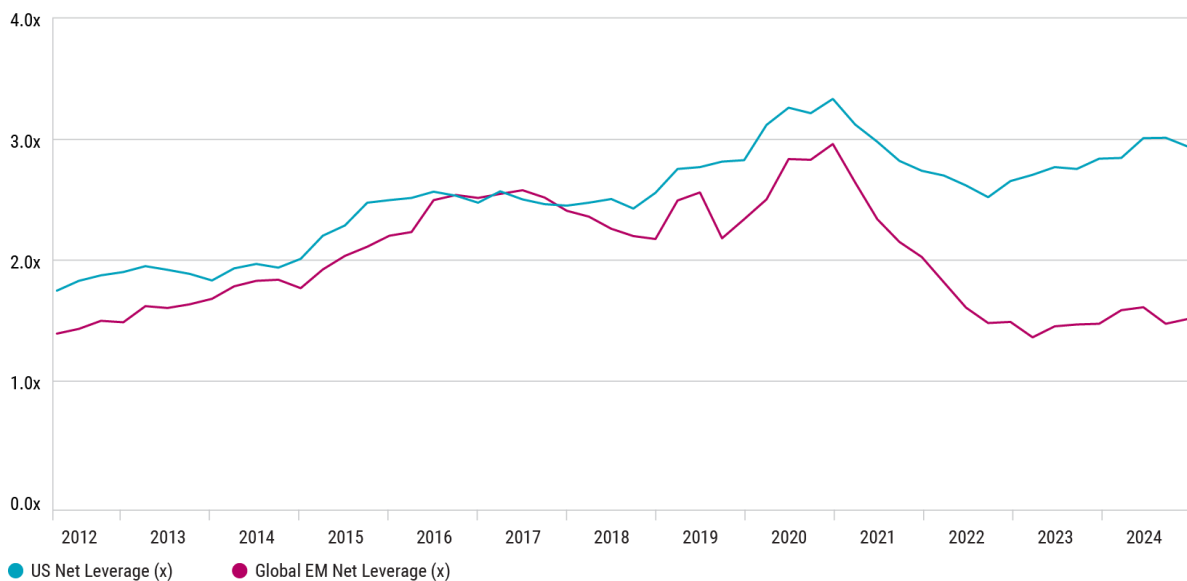
一方、ユーロ圏では、今年度も (プラスながら) 低成長にとどまる見通しです。米国との関税問題や不透明感の持続は経済成長の足かせであり、また、エネルギー価格の上昇や通貨高も追い風とは言えません。もっとも、悪材料ばかりというわけではなく、インフレ率が欧州中央銀行 (ECB) の政策目標近辺で安定する中で、すでに大幅に引き下げられた政策金利には、さらなる利下げの余地が残ります。また、ドイツが第 1 四半期に発表した財政拡大政策は、短期的な効果こそ比較的小さいものの、今後の経済成長にとって強力な支援材料となります。

先進国のクレジット市場に注目すると、ファンダメンタルズに関しては「特に問題ない」状況が続いています。財務レバレッジのトレンドは安定的で、利益率も健全な水準にあり、M&A の動きは低調に推移しています。経済のハードデータの場合と同じように、関税や政策の幅広い不確実性の問題が全面的に顕在化するのとは、当面先の話と考えられます。もっとも、熾烈な債務再編案件において債権者間の対立が激化するなど、「債権者間の暴力 (creditor-on-creditor violence)」が再び注目を集めています。インサイダーが優位に立つ一方で、アウトサイダーは低水準の回収率を受け入れざるを得ないケースも多く、キャピタル・ストラクチャー (資本構成) の公平性に関して不都合な疑問が生じています。現時点では、市場は特に重要視していないように見受けられますが、そのような事例が繰り返されると、ハイイールド債やレバレッジド・ローンに対する信認が損われるおそれがあります。

新興国のクレジット市場では、先進国よりもレバレッジの水準が低く、ここ数年の金利上昇サイクルを乗り越える上で有利な状況にありました。足元では、インフレ圧力の緩和、財政収支の改善、米ドル安傾向が追い風となっています。これらの要因が強靱性の向上につながり、特にアジアでは、金融政策の独立性と内需の底堅さが外的ショックの緩和に寄与しています。

もっとも、強靱性にはばらつきが見られます。メキシコや一部のアジア諸国のように、対米貿易への依存度が高い国では、関税関連の不確実性が払拭されないため、経済成長見通しが小幅ながら下方修正されています。米国は今も変わらず重要な経済大国ですが、新興国市場における輸出相手国としてのシェアは構造的に低下傾向にあり、2000年の20%から足元で14%にまで低下しています。その一方で、新興国市場からの輸出は460%以上も増加しています。主な要因として、域内貿易の拡大、アジアにおける大規模な新興国の台頭、新興国市場が牽引するグローバル・バリューチェーンの存在が挙げられます。全体として、新興国市場は先進国市場を上回るペースで成長を続けています。

図表 1 – ネット・レバレッジの推移(純負債残高/ EBITDA(2024年))



出所: IOE Bofa、ロベコ。2025年6月現在

グローバルに見ると、猶予期間の期限(7月9日)を目前に控えて、関税の問題が引き続き重しとなっています。この日までに合意に至らなければ、解放の日に発表された関税の水準が再び適用される可能性があります。市場は関税の脅威が後退したかのような動きを見せていますが、10%の相互関税だけで、製造業の雇用の国内回帰というトランプ大統領の目標が本当に達成されるかは、疑わしいところです。むしろ、最近の金融市場の堅調な動きに鼓舞された大統領が、自らの政策に対する確信を深めることにはならないでしょうか。

より詳細なマクロ見通しについては、ロベコ・グローバル・マクロ・チームが執筆した四半期アウトルック「不確実性への順応」をご参照ください。

### バリュエーション

クレジット・スプレッドは、解放の日の直後に一時的に急拡大したものの、完全に元の水準を回復しています。今にして思えば、覚悟を決めてもっと積極的に「押し目買い」に取り組んでおけばよかったと、悔やまずにはいられません。押し目買いを思いとどまった理由は、以下のように複合的なものです。

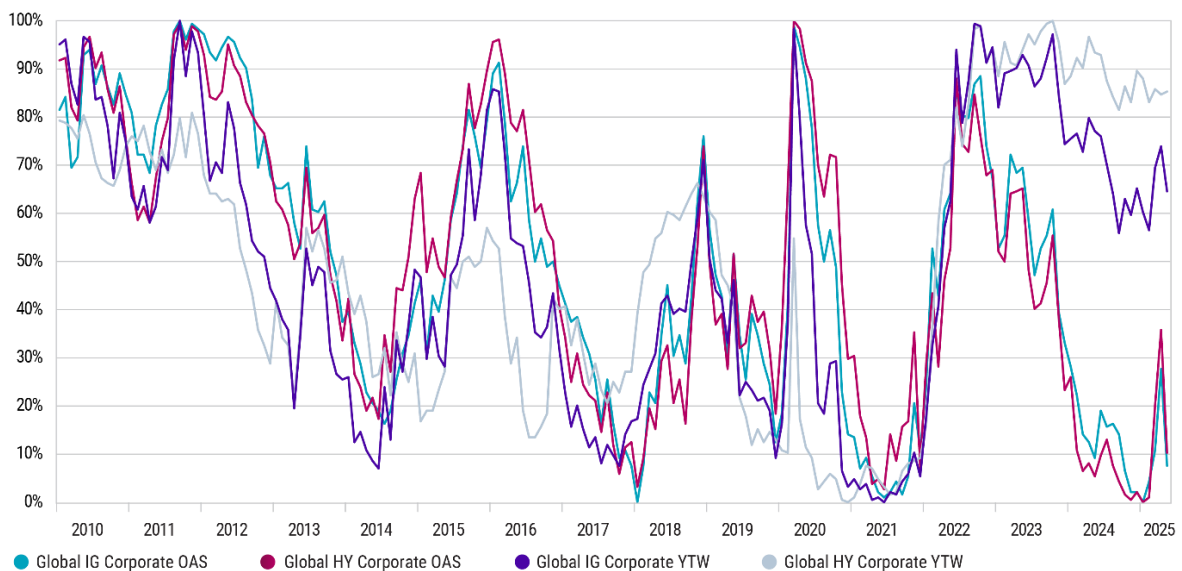
1. スプレッドが非常にタイトな水準を起点に拡大したこと。
2. 拡大したとはいえ、スプレッドの水準は経済成長懸念が高まった過去の事例(2015年、2018年、2022年など)を大幅に下回っていたこと。
3. 長期的な利益のために短期的な市場の痛みを受け入れる用意があるというメッセージを、トランプ政権は一貫して発信していたため、政策の転換を予見できなかったこと。

4. 一時的に執行が猶予されたからといって、政策の不確実性が高まる可能性は排除されず、また、すでに生じたダメージは完全には修復されないこと。

過去に戻りたい気持ちはやまやまですが、今できるのは現状を考察することに限られます。クレジット投資家は今なお、歴史的にタイトなスプレッドと魅力的な「オールイン利回り(債券/ローン全体としての利回り)」の共存という、バリュエーションの謎とも言うべき状況に直面しています。

## 「ユーロ圏では今年度も(プラスながら)低成長にとどまる見通しです」

図表 2 - スプレッドと利回りのパーセンタイルの推移(2010 年～現在)



出所: ICE Bofa 債券インデックス、ロベコ。2025 年 6 月現在。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。参考例として提示しています。

ロベコはクレジット市場のバリューを評価する指標として、クレジット・スプレッド(比較対象となる国債に対する社債の超過利回り)を主に参照する一方で、オールイン利回りの水準が強力なテクニカル要因になりうることも認識しています。オールイン利回りに占めるスプレッドの割合は、米ドル建て投資適格債の市場を中心に、非常に小さくなっています。現在では、国債こそが懸念すべき真のリスク資産であり、歴史的にタイトなバリュエーションは懸念材料ではないと、考える向きもあるかもしれません。いずれ判明することでしょうが、自国通貨建てで借入れを行い、自ら紙幣を発行する米国政府が債務不履行に陥るシナリオは、容易に想定できません。債務の持続可能性に関する懸念など、何らかの理由で米国債市場が強い下押し圧力を受けたとしても、クレジット・スプレッドの縮小にはつながらないというのが、ロベコの見立てです。

図表 3 - 米ドル建て投資適格債の利回り全体に占めるスプレッドの割合





出所: ICE Bofa 債券インデックス、ロベコ。2025 年 6 月現在。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。参考例として提示しています。

現在のスプレッド水準を正当化するもう 1 つの根拠として、「スイス製アーミーナイフ(多目的ナイフ)」の理論との関連を指摘しておきましょう。このまま膠着状態が続いた場合、キャリー収入が得られます。仮に状況が悪化しても、質への逃避の流れや必然的に実行される金融緩和の動きの中で、社債に内在する金利感応度がリターンを保護する役割を果たします。この議論の後段においては、インフレ上昇局面における実効性が懸念されます。詳細は、2022 年の事例を振り返ってください。

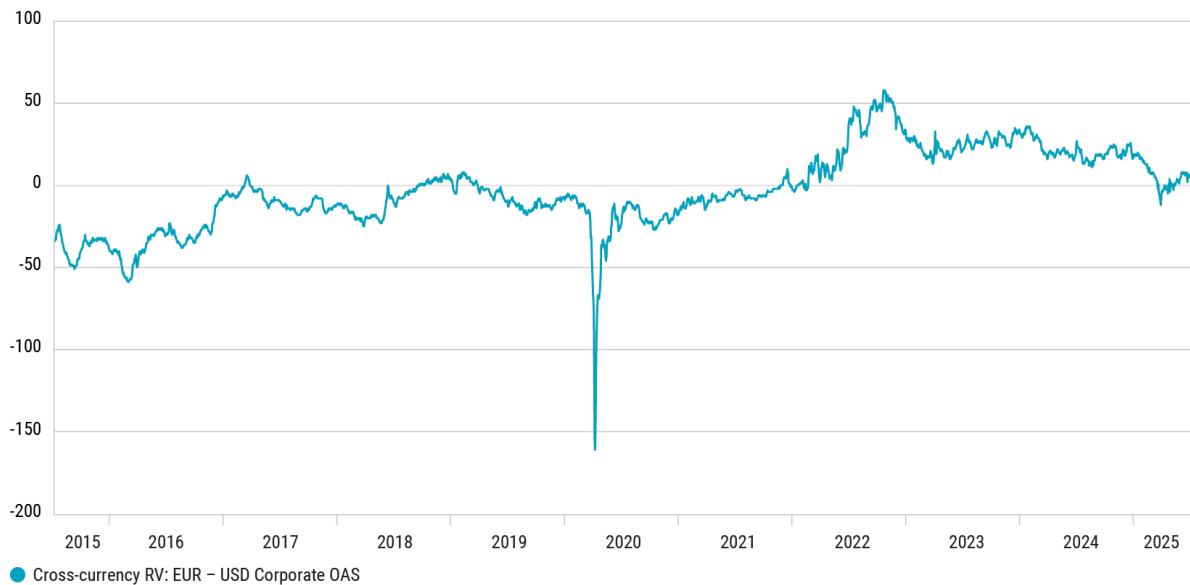
新興国クレジットのバリュエーション(価格水準)は、アジアを中心とする利回り追求型投資家からの継続的な需要によって押し上げられ、スプレッドが縮小しています。アジアの投資家が投資先を国外から自国周辺へと回帰させる動きにより、テクニカル要因の底堅さは持続する公算が大きいと考えられます。一方、中南米のハイイールド債市場では、選別的にバリューが残存しています。投資家が米国の経済成長の例外主義というテーマの見直しを進める過程で、米ドルには追加的な売り圧力がかかり、新興国の現地通貨やユーロ建ての新興国債券は下支えされる見通しです。

クレジットの買いは、本質的にボラティリティの売りを意味します。スプレッドはタイトな水準にとどまる見通しであり、ロベコでは、多くのリスクが視野に入る現状を踏まえ、全体のベータのポジショニングを保守的に抑えつつ、他の手段でアウトパフォーマンスを目指す方針に傾斜しています。

第 1 四半期に、米ドル建てクレジットを大きくアウトパフォームしたユーロ建てクレジットに関しては、保有ポジションを削減していますが、4 月以降のアンダーパフォーマンスは顕著であり(追加情報は以下の「テクニカル」のセクションを参照)、相対価値の観点から再びポジションの構築を検討しています。歴史的にユーロ建てクレジットのスプレッドは、デュレーションの相対的な短さを主な要因として、米ドル建てクレジットよりもタイトな水準で取引されていますが、米国例外主義の終焉が議論される環境において、相対的な資金フローの動向が追加的な支援材料となる可能性があります。

ハイイールド債と投資適格債の市場にはいずれも大きな割高感が存在するため、「クオリティ重視」の方針を維持しています。

図表 4 - 発行通貨の相対価値: 社債の OAS 格差(ユーロ建て - 米ドル建て)



出所: ICE Bofa 債券インデックス、ロベコ。2025 年 6 月現在

図表 5 - 信用力(格付け): ユーロ建て社債の OAS 格差(BBB 格 - A 格)

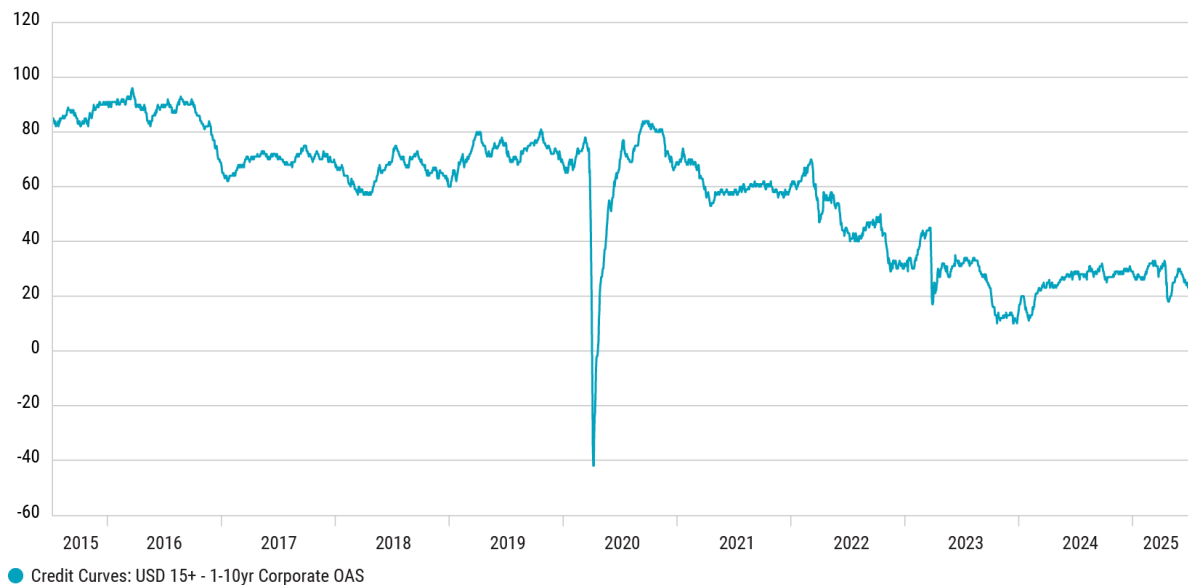


出所: ICE Bofa 債券インデックス、ロベコ。2025 年 6 月現在。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。参考例として提示しています。

世界の投資適格債市場に注目すると、米ドル建て債のクレジット・カーブは非常にフラットな状態にあります。利回りが上昇する環境において、可能な限り長期間、利回りを高い水準で固定化したいという投資家の需要が高まる一方で、金利の先行き低下見通しを背景に、発行体サイドでは長期債の発行意欲が後退しています。このようなテクニカル面での不均衡は、紙一重の状態にあると考えられます。国債利回りの水準が大幅に低下すれば、オールイン利回りの議論が後退するのは明白です。利回り低下の主因が経済情

勢の大幅な悪化であれば、長期ゾーンの社債スプレッドにとっては二重の痛手となります。利回りや金利のボラティリティが現在の水準から上昇した場合、スプレッドにとって追い風となるかどうかは確信が持てません。このためロベコでは、同等のスプレッドが確保できるのであれば、スプレッド・デューレーションを短期化する方が合理的であると考えています。

図表 6 - クレジット・カーブ: 米ドル建て社債の OAS (15 年超 - 1~10 年)



出所: ICE Bofa 債券インデックス、ロベコ。2025 年 6 月現在

### テクニカル

ロベコはスプレッドの驚異的な回復力やその後の揺るぎない強靱性の要因を探る中で、テクニカル要因こそが最後の重要なポイントであるとの見解に至りました。クレジット市場では、投資適格債を中心に、オールイン利回り上昇の魅力が飽くなき投資需要を変わず牽引しています。解放の日の時点では、ディフェンシブなポジショニングをとる投資家が多く、その後のスタンスの変化によって、「トランプ・プット」は健在であるの認識が再び広がったものと考えられます。投資家は「TACO (トランプはいつも怖じ気づいて退く: Trump Always Chickens Out)」というテーマを全面的に受け入れるようになり、起債の動きが閑散になる夏の相場を心待ちにしているように思われます。

直感に反するかもしれませんが、クレジット市場ではこれまで「米国売り」の証拠がほとんど確認されていません。それどころか、第 2 四半期には、米ドル建てクレジットがユーロ建てクレジットを大きく上回るパフォーマンスを残しています。米国や米国資産に対する信認が大きく揺らいだことで、他の市場への大規模な資金フローが生じるという断定的な論調も目立ちますが、こうした見方はある程度は理解できるものの、長期投資家を中心とする「リアルマネー」のコミュニティにおいて、大規模なアセットアロケーションが一朝一夕に起きることはないというのがロベコの認識です。米ドル建てとユーロ建てのパフォーマンス格差の主な要因は、4 月以降のユーロ建て市場における社債の大量供給にあると見ています。新発債の多くが、資金調達源の多様化を図る米国の発行体によって発行されたものです。

**「テクニカル要因が極めて堅固であり、過度に悲観的なポジショニングも避けています」**

現場のエピソードとしても、アジアの投資家がユーロ建て市場に関心を寄せ、なかでも高格付けの米国銘柄が一般に選好されているという話を事あるごとに耳にするため、全くの偶然とは言い切れないでしょう。何年も前から、クレジットの大手機関投資家が米ドル建て市場を下支えする構図として、「TINA（他に選択肢はない：There is no alternative）」という議論が聞かれます。近年、ユーロ建て市場は大きく成長し、発行体の多様化と発行額の増加が進んだことで、ようやく“選択肢”が生まれるようになったのかもしれませんが。

新興国市場では起債の動きが引き続き活発に見られますが、純供給額はマイナスであり、同資産クラスはテクニカル面からサポートされています。もっとも、政策の不確実性を背景に、投資家は慎重な姿勢を崩していません。アジア諸国が積み上げた経常黒字の本国環流によって、同地域の債券市場が下支えされる可能性はありますが、政策の透明性と投資家のセンチメントの改善が変化の条件となるでしょう。新興国のクレジット市場では、テクニカル要因が引き続き追い風として作用しています。

### ポジショニング

現在のスプレッド水準ではさらなるタイトニングの余地が非常に小さいと見て、慎重なポジショニングを維持しています。その一方で、テクニカル要因が極めて堅固であり、過度に悲観的なポジショニングも避けています。グローバルな投資適格債とハイイールド債のいずれの戦略においても、中核的なトップダウンのリスク・ポジションとして、引き続き米ドル建て対比でユーロ建てクレジットを選好しています。

また、投資適格債の戦略では、バリュエーションの絶対水準とクレジット・カーブのフラットな形状に注目して、長期年限の米ドル建てクレジットを引き続き大幅なアンダーウェイトとしています。投資適格債とハイイールド債のいずれの戦略においても、格付けが比較的低い銘柄は高い銘柄と比べてリスク・プレミアムが小さいため、「クオリティ重視」の方針が合理的であると見ています。

セクター別に見ると、銀行セクターのオーバーウェイトを据え置いています。同時に、相対価値の魅力が以前ほど高くないことも認識しています。CDS インデックスが取引可能な一部の戦略では、市場の地合いが短期的に大きく変化した場合の備えとして、テール・リスクに対するプロテクション（アウト・オブ・ザ・マネーのペイヤー・オプション）を追加しています。

表 1 - 現在のポジション

	ポジティブ	中立	ネガティブ
ファンダメンタルズ		✓	
バリュエーション			✓
テクニカル	✓		
投資適格債		✓	
ハイイールドクレジット			✓
金融債	✓		
非金融債			✓
新興国債		✓	

出所: ロベコ、2025 年 6 月。

注: ロベコからは、Rikkert Scholten、Martin van Vliet、Rogier Hoogeveen、Daniel Ender、また、Duncan Toms (HSBC)、Viktor Hjort (BNP パリバ)、Hans Mikkelsen (TD 証券) (敬称略) の各氏に、貴重なご貢献を賜りましたことを、ここに謹んでお礼申し上げます。



## 重要事項

当資料は情報提供を目的として、Robeco Institutional Asset Management B.V. (以下“ロベコ”)が作成した資料をロベコ・ジャパン株式会社が翻訳したものです。資料中の個別の金融商品の売買の勧誘や推奨等を目的とするものではありません。記載された情報は十分信頼できるものであると考えておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。意見や見通しはあくまで作成日における弊社の判断に基づくものであり、今後予告なしに変更されることがあります。運用状況、市場動向、意見等は、過去の一時点あるいは過去の一定期間についてのものであり、過去の実績は将来の運用成果を保証または示唆するものではありません。また、記載された投資方針・戦略等は全ての投資家の皆様に適合するとは限りません。当資料は法律、税務、会計面での助言の提供を意図するものではありません。

ご契約に際しては、必要に応じ専門家にご相談の上、最終的なご判断はお客様ご自身でなさるようお願い致します。

運用を行う資産の評価額は、組入有価証券等の価格、金融市場の相場や金利等の変動、および組入有価証券の発行体の財務状況による信用力等の影響を受けて変動します。また、外貨建資産に投資する場合は為替変動の影響も受けます。運用によって生じた損益は、全て投資家の皆様に帰属します。したがって投資元本や一定の運用成果が保証されているものではなく、投資元本を上回る損失を被ることがあります。弊社が行う金融商品取引業に係る手数料または報酬は、締結される契約の種類や契約資産額により異なるため、当資料において記載せず別途ご提示させて頂く場合があります。具体的な手数料または報酬の金額・計算方法につきましては弊社担当者へお問合せください。当資料および記載されている情報、商品に関する権利は弊社に帰属します。したがって、弊社の書面による同意なくしてその全部もしくは一部を複製またはその他の方法で配布することはご遠慮ください。

商号等： ロベコ・ジャパン株式会社  
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 2780 号  
加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会