

クレジット四半期アウトルック

AI 銘柄の魅力は人それぞれ

- ・ リスク資産(含むクレジット)はファンダメンタルズに下支えされている印象
- ・ テクニカル要因は極めて堅調だが、状況に変化の兆しも
- ・ スプレッドは到底割安と言えない水準で推移、バッファは限定的

この1年間は投資家にとって、振り返れば、順調ながら混沌とした1年だったと言えるでしょう。主要な株式市場ではリターンが2桁の水準を記録し、クレジット市場でも超過リターンがプラス圏で推移しました。さらに、ゴールド(金)への投資は期待以上の成果を上げました。その一方で、長期年限の欧州国債、米ドル、原油(ロング)を保有していた投資家や、直近の動きとして暗号資産の強気筋にとっては、少し違った印象だったかもしれません。

2025年全体を通して、金融市場は「何か」に対して神経質になっていたように思われます。もっとも、現時点では、関税の影響や財政赤字の持続可能性、地政学リスクをはじめとする従来からの懸念に対する注目はいくぶん薄れ、人工知能(AI)ブームやプライベート・クレジット市場に潜む「Cockroach(隠された不良債権)」など、新たな懸念が浮上しています。当面は、これらのテーマがマーケットの話題の中心になる可能性が高いものの、その他のテーマへの注目は一時的に薄れただけで、消滅したわけではないと考えています。

年初時点でスプレッドがすでにタイトな水準で推移していたことを踏まえると、数多くの波乱要因がくすぶる中で、クレジット市場の底堅さは特に印象的でした。年間を通して世界中で金融緩和が幅広く推進されたことが、支援材料の1つになったのは明かです。この流れは持続する見通しですが、とりわけ米連邦準備制度理事会(FRB)の今後の方向性が重要な焦点になる見込みです。

今回の四半期アウトルックでは、経済およびクレジット市場に関するロベコの最新の見解と、今後の展望について概要を提示します。

「テクニカル面は、おそらく現在がピーク」

OUTLOOK 2025 年 12 月

機関投資家向け



Matthew Jackson
投資適格債



Sander Bus
ハイイールド

ファンダメンタルズ

2026 年に向けて、グローバル経済は堅調な成長が見込まれます。米国では、「平均的な」個人の消費は底堅く推移しているものの、「K 字経済」という言葉がよく使われるように、富裕層と大企業が追い風を受けているのに対して、低所得層と中小企業の厳しさは増えています。今後を展望すると、AI 投資ブーム、関税に関する不確実性の後退、金融緩和政策の継続、OBBA(「1 つの大きく美しい法」)に基づく財政刺激策、関税「配当」の実施見通しなどが、経済成長を下支えする見通しです。

2026 年の米国の実質 GDP 成長率に関するブルームバーグのコンセンサス予想は、ここ数カ月で上方修正され、現在は 2% の水準が見込まれています。経済成長見通しには上振れと下振れのリスクが(常に)伴いますが、足元では、非農業部門雇用者数が軟調に推移する中で失業率が小幅に上昇するなど、労働市場が引き続き主要な下振れ要因となっています。新規失業保険申請件数などの労働関連指標は安定していますが、一時解雇予告通知の水準を見ると、今後悪化する方向性がうかがえます。2022~23 年に世界中で金融政策が急激に引き締められたことを受けて、景気後退入りの懸念が事あるごとに議論されてきましたが、現在では懸念する声はほとんどありません。それどころか、経済成長が再び力強く加速することによって、労働市場に関する懸念が払拭され、場合によってはインフレ懸念が再燃するという代替のシナリオの方が、むしろ広く議論されるようになっていきます。

実際、米国ではインフレが政策目標を上回る水準で推移しているものの、政策当局や金融市場にとって許容範囲の水準と考えられます。財価格には関税に関連する価格転嫁の動きが見られますが、全体としては、サービス価格インフレの沈静化、賃金上昇圧力の緩和、原油価格の下落による相殺効果によって、インフレは大方の懸念ほどには加速していません。

(トランプ政権の政策ではないにせよ)多くの政策措置を背景に、すでに緩和的な金融環境において、FRB は、政権から利下げを求める圧力が続く中、「総じて堅調な経済における根強いインフレ圧力」と「労働市場の悪化懸念」のバランスを調整するという、依然として難しい政策の舵取りを強いられています。

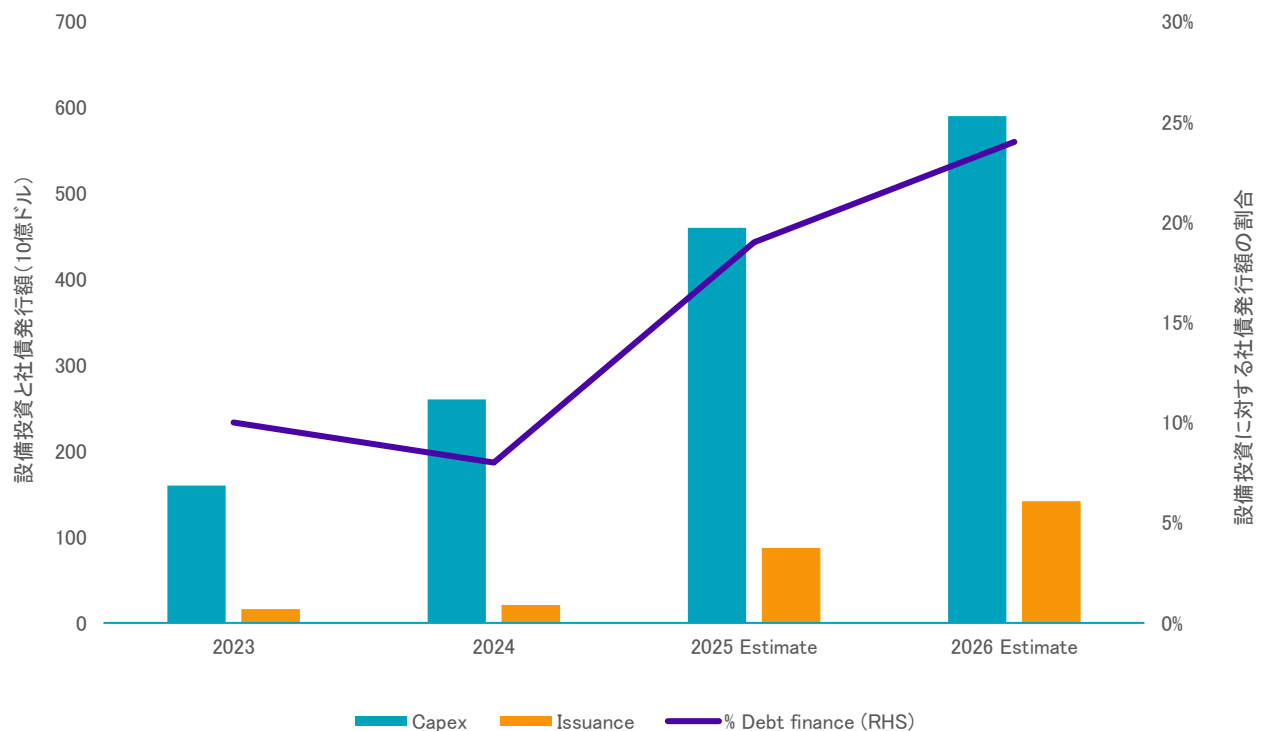
ユーロ圏では来年もプラス成長が持続するものの、目立った成長は見込めない見通しです。労働市場の環境は依然として健全であり、また、ドイツでは、財政刺激策がいずれ景気の浮揚効果を発揮する見通しです。欧州ではすでに何回も利下げが実施されていますが、インフレ圧力はほとんど顕在化していません。現時点で欧州中央銀行(ECB)に目立った動意はありませんが、次のステップは利上げより追加利下げになる公算が大きいと見ています。

一方、新興国市場では、貿易戦争に関連するテール・リスクが完全には払拭されていないものの、弱まりつつあるため、強靱な地合いが持続しています。インフレ圧力は引き続き抑制されていますが、緩和サイクルはアジアを中心に最終局面に差し掛かった可能性があります。一方で、中国の先行きについては、見方が分かれているようです。個人消費の回復を図るため、追加的な景気刺激策が実施される可能性は高いものの、バランスシート不況のさなかでは、それほど単純な話ではありません。日本の事例が参考になるでしょう。また、中国からの輸出は米国向けを除いて増加傾向にあり、これが他の国々において保護主義的な措置につながるかどうか注目されています。より詳細なロベコのマクロ見通しについては、最近公表された四半期アウトルック「あらゆる好条件が満たされる必要」をご参照ください。

ロベコでは、先進国企業のファンダメンタルズは「平均的に」おおむね良好であると見ています。投資適格・ハイイールドのいずれの領域においても、財務レバレッジ、インタレストカバレッジ、利益率、流動性、利益の伸びのトレンドに、大きな懸念材料は見当たりません。問題は、「平均値(または中央値)」がばらつきの大きさを隠してしまうことがあり、実際そうになっている点です。例を挙げると、化学セクターが過剰設備と需要低迷という厳しい環境に直面しているのに対して、銀行セクターでは好調な地合いが続いています。一方、投資適格債の市場では、AI ブームとそれに伴う大規模な設備投資の動きを背景に、大手ハイパースケーラー(大規模クラウド事業者)の動きが注目を集めています。こうした企業は、当初から財務レバレッジの水準が非常に低く、加えて潤沢なフリーキャッシュフローの恩恵を受けています。

信用力指標は悪化が見込まれるものの、当面はファンダメンタルズに関して過度に懸念すべき点はないと考えられます。もっとも、投資適格債市場は必要資金の重要な供給源であり、問題は新発債が市場でどの程度スムーズに消化されるかにあります。反対に、AI 関連の支出が大きいもののキャッシュフローの創出力が十分ではなく、当初から財務レバレッジが高い企業については、より慎重に見極める必要があることは言うまでもありません。巨額のコミットメント金額と実際に回収可能な金額とのギャップや、資金調達の循環取引について疑問が生じるのは、意外なことではありません。

図 1 - ハイパースケーラーの設備投資と発行額



出所: UBS。2025 年 12 月現在。

これまで、大規模な設備投資サイクルが常に主要なデフォルト・サイクルに先行してきたことは、承知しています。しかしながら、AI バブルが形成されている(あるいはすでに存在している)と自信を持って主張することには、二の足を踏みます。現状が、伝統的な中身のないバブルに該当しないことは確かです。実質的な技術の進歩を伴うものであり、すでに売上高は巨額な水準に達しています。多くの場合、テック銘柄のバリュエーションには割高感が存在するものの、2000 年のドットコム・バブルなどの事例ほどではありません。言い換えると、近い将来に米国大手テック銘柄の株価が大暴落することで、市場全体のリスク・センチメントが深刻な打撃を受ける展開は想定しにくいというのが、ロベコの見解になります。もっとも、ドットコム・バブルの事例と同様に、「勝ち組」として浮上する企業は少なく、なかには淘汰される企業もあるでしょう。当然のことですが、来年に向けてこのテーマは、すべてのクレジット投資家の最重要課題となっています。

AI 関連の設備投資がテクノロジーや関連セクター(公益事業など)に与える影響とは別に、M&A 件数が急激に増加する見通しです。M&A の増加は、クレジットのファンダメンタルズにも影響を及ぼし、「勝ち組」と「負け組」の二極化を促すだけでなく、資金調達のために社債発行が増え、市場にとっては無視できない供給増要因となる可能性があります。

次に、プライベート・クレジット市場に注目すると、最近顕在化したいくつかの問題を受けて、投資家はプライベート市場とそれに関連するすべての事項を、やや懐疑的に見るようになっていきます。この市場は、近年

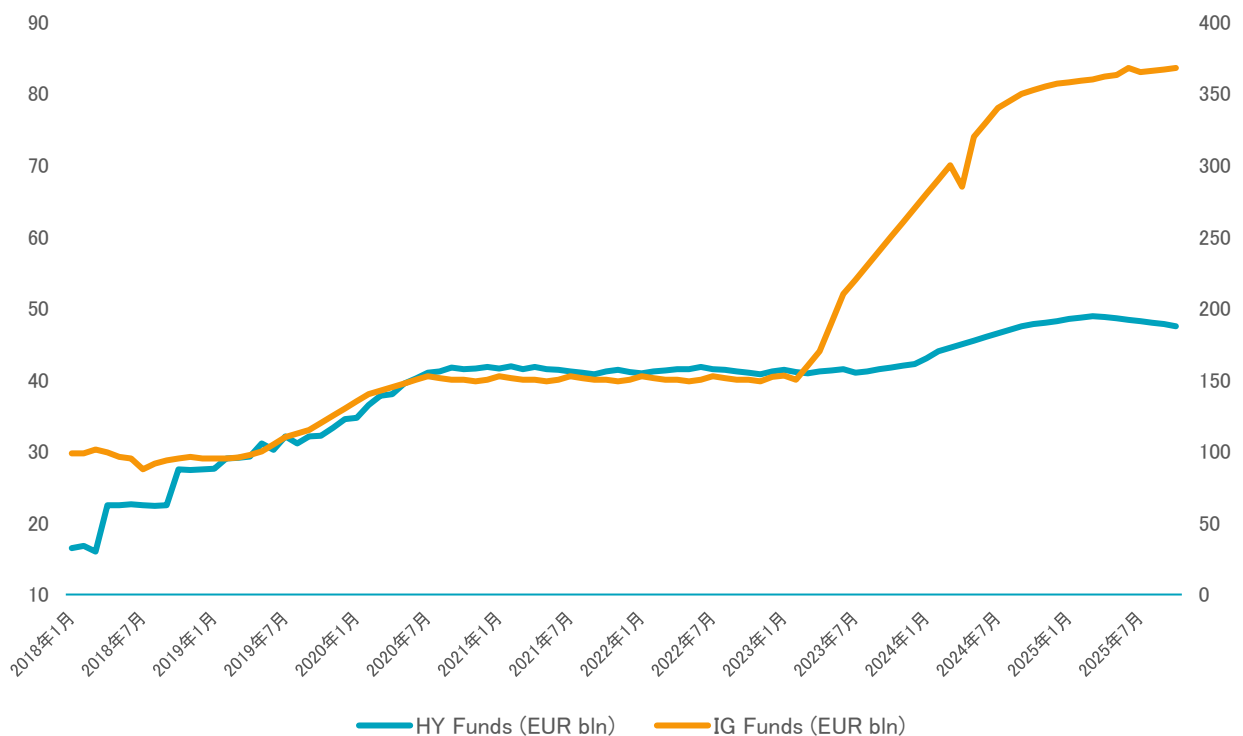
急速に成長した市場であり、貸出基準が必然的に緩んでいたことは認識しています。他にも「Cockroach(隠された不良債権)」が潜んでいるかという点、ほぼ確実に潜んでいるでしょう。それでは、金融システムと経済に幅広く深刻な打撃を与える、重大なシステム上の問題に発展するかという点、そのようには考えていません。

一方、新興国企業のファンダメンタルズは、多くの指標において、先進国企業よりも堅固な印象を受けます。デフォルト率が非常に低い水準で推移する中で、格付け推移のトレンドは極めて良好であり、また、特に投資適格の領域では、新興国企業の財務レバレッジは歴史的にも非常に低い水準にとどまります。

テクニカル要因

クレジット市場では、少し前からテクニカル要因が驚くほど支援的です。欧州における固定満期型商品に対する圧倒的な需要の存在、米国における年金商品の売り上げの急増、年金基金によるリスク削減の動きが、クレジット投資を後押しする主な要因として幅広く論じられています。

図 2 - ユーロ建てファンドの残高(固定満期型)



出所: BofA。2025 年 12 月現在。

また、ロベコを含め多くの投資家が慎重なポジショニングに徹してきたことは周知の事実であり、関税に関する強硬な発言が軟化しつつあることに加え、財政・金融面での政策サポートの継続を背景に、「FOMO (fear of missing out: 取り残されることに対する恐怖心)」のメンタリティが顕在化した可能性が高いと考えられます。今年 4 月にも経験したように、市場には全般に上昇バイアスが存在します。また、市場参加者のポジション動向や各種サーベイの結果は、ここ最近、アクティブ投資筋がリスク・テイクに前向きになった様子を確実に示しています。

テクニカル面ではおそらく現在がピークとなっている可能性があります。年明け以降、クレジット市場では、ハイパースケーラーの発行額、起債のタイミング、需要を十分喚起するために必要なプライシングの水準が、重要な「既知の不確定要因 (known unknown)」になることは確実です。市場参加者の見方は大きく分かれ、不確実性の大きさを感じさせます。ロベコのカバレッジの対象外であるプライベート市場でオリジネートされた案件も、いずれパブリック市場に移行する可能性があります。もっとも、AI ブームとの関連で懸念すべきなのは、ハイパースケーラーだけではなく、AI ブームの中で、公益事業やデータセンターなどの関連セクターにおいても、社債の発行を大幅に拡大する必要性が生じる見通しです。また、AI 関連の供給は、一見すると関連性のない世界の高格付けの発行体やセクターとも「競合する」可能性があります。

特に米国では、金融環境の緩和と経済成長見通しの改善を背景に、今後も M&A の動きが活性化する可能性が高いと予想しています。こうした動きも、社債発行の増加を後押しする有力な要因となります。ここ最近、TMT セクターや医薬品セクターにおいて複数の M&A 案件が発表されたことも、この見方と整合的であると考えられます。

その一方で、市場の多くの領域では、米国債利回りの低下を大きな要因として、「オールイン利回り (債券全体としての利回り)」の構成に変化が生じています。もっとも、年初来の利回りの変動幅が非常に小さい長期ゾーンでは、そうした動きは限定的なものにとどまります。変化が見られるのは、米ドル金利のボラティリティが大幅に低下している点です。これに加え、スプレッドのタイトニングとクレジット・カーブのフラットニングが、米国企業による最近の長期債発行の回復につながっています。

ユーロ圏と日本では、緩和的な金融政策のもとで財政刺激策が推進される見通しを受けて、長期債利回りが大幅な上昇を続けています。欧州市場では、オランダにおける年金制度改革が、利回り上昇の重要な契機になった可能性が高いと考えられます。利回りの上昇とイールドカーブのステイプニングを背景に、長期債の発行が抑制される一方で、保険会社による買い需要は今後も刺激される見通しです。一方、日本では、円安が進行する中で債券利回りが上昇しているため、財政政策の大幅な拡大が見込まれる中、追加的な政策対応の必要性が示唆されています。世界有数の資本輸出国である日本市場の動向は、他の地域に大きな影響をもたらす可能性があり、年明け以降、投資家は十分警戒すべきと考えます。

また、米国の資産に対する需要は、一部の見方に反して「解放の日」以降も底堅さを保っています。その一方で、アジアの保険会社をはじめとする米国外の大手投資家が、欧州市場のアロケーション拡大に着手したことを示す証拠も存在します。ユーロ市場に対するこうした追い風を背景に、「リバース・ヤンキー債 (米国企業が発行するユーロ建て債券)」の発行は増加傾向にあり、最近ではハイブリッド債の領域における大型案件が目立ちます。また、発行通貨の分散の図るトレンドも注目に値します。最近でも、スイスフラン、スウェーデンクローナ、カナダドル、オーストラリアドルなどの通貨による発行が、数多く見られます。これまで米ドル建てとユーロ建ての債券が事実上独占してきたグローバル・クレジット市場において、真の意味でのグローバル化が進行しているのかもしれません。

バリュエーション

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) を主に参照していますが、一部の市場参加者にとって「オールイン利回り」が重要な判断材料であることも承知しています。特に投資適格債の市場では、利回り全体に占めるスプレッドの割合が比較的小さい水準にとどまります。こうした状況は、ソブリン・クレジットの悪化によって正当化されるとの指摘もたびたび聞かれますが、ロベコは確信するに至っていません。

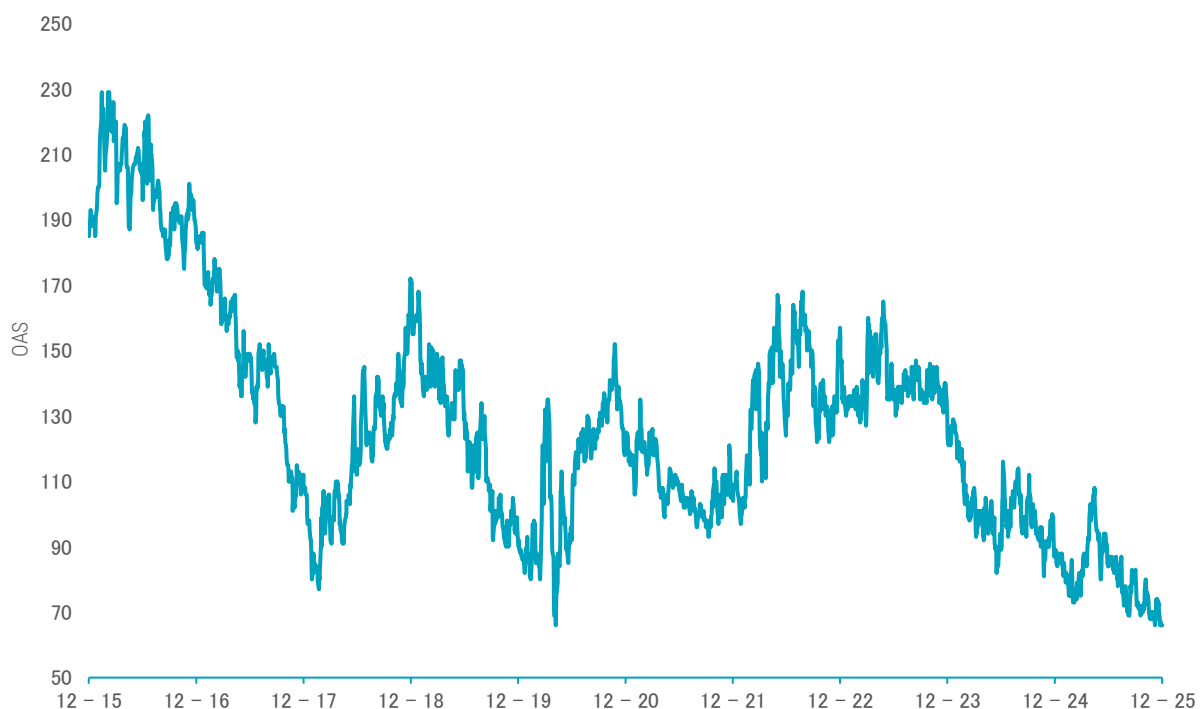
スプレッドは 10 月のタイトな水準からはいくぶん拡大したとはいえ、引き続き、歴史的に見れば到底割安と言えない水準にあります。過去の事例では、投資適格債・ハイイールド債ともに、現在のエントリー・バリュエーションにおいて、1~2 年先のクレジットの超過リターンはうまくいっても低調な水準にとどまり、最悪の場合は痛みを伴う水準に落ち込む傾向が見られます。スプレッドがタイトな水準を維持する展開も想定されますが、リスク・リターンのバランスは明らかに偏っています。

格付けに注目すると、ロベコはこれまでも、投資適格の領域において BBB 格と A 格のスプレッド格差が極端に小さい点を指摘しています。このような状況は、「クオリティ重視」のスタンスを後押しする傾向があります。その一方で、スプレッド格差が近い将来に拡大に向かう可能性は低いと判断しうる、有力な根拠も存在します。格上げの進行や格付け上位銘柄の発行シェア拡大により、インデックス全体に占める BBB 銘柄の割合は低下傾向にあります。AI 関連の設備投資や M&A 関連の資金調達の増加が見込まれる中で、格付け上位銘柄の発行シェア拡大という傾向は、今後も変わらないと考えられます。

地域別に見ると、年初来、欧州市場が米国市場をアウトパフォームする傾向は鮮明であり、顧客向けポートフォリオにも大きな恩恵が及んでいます。この傾向は持続可能と見込まれますが、追加的にアウトパフォームする余地は小さくなったとの判断から、クロスカレンシーのポジションを縮小しています。一般に、欧州のクレジット市場では、米国市場よりもスプレッドがタイトな水準で取引されています。その理由として、前者は後者よりもデレションが短く、格付けが高いことや、セクター構成の違いが挙げられます。また、欧州企業の経営陣の方が M&A の取り組みに比較的保守的である点も、注目に値します。さらに、ロベコは供給の増加を見込んでいますが、おそらくその構成は、米国市場のシェアが高い形になると予想されます。

米ドル建ての投資適格債市場では、クレジット・カーブの形状が依然として極めてフラットな状態にあります。以前よりも利回りが高い環境において、今後の金利低下見通しも手伝って、現状の水準を可能な限り長く固定化したいという投資家の姿勢が強まっています。反対に、資金調達側は、長期債の発行について消極的な姿勢を強めています。一方で、ハイブリッド事業債のパフォーマンスは非常に好調であり、シニア債に対するスプレッドの上乗せ幅は、歴史的に非常に小さい水準で推移しています。

図 3 - 非金融セクターにおける劣後債とシニア債のスプレッド格差



出所: ブルームバーグ、IOE BofA。2025 年 12 月現在。

ハイイールド債のバリュエーション評価に際しては、スプレッドのばらつきが非常に大きい点を念頭に置くことが重要になります。足元では二極化の傾向が観察されています。クオリティが高い発行体のスプレッドがタイトな水準で推移する一方で、財務的に逼迫した企業のスプレッドは極めてワイドな水準で取引されています。このような二極化の傾向は、特に CCC 格のセグメントにおいて顕著に見受けられます。このため、

スプレッドの中央値は平均値よりもタイトであり、ディストレスト銘柄を除外すると、ベンチマーク並みのスプレッドを確保することが難しくなります。

新興国クレジットのバリュエーションは、主にテクニカル要因によって、歴史的にタイトな水準で推移しています。米ドル建て債券の発行額が小さいことや、3年にわたって流出超過であった新興国の債券市場全体の資金フローが最近流入超過に転じたことなどのテクニカル要因はあるものの、足元で割高感が見受けられます。このような状況において、より慎重なスタンスを保ちつつ、市場全体のエクスポージャーをとることより、選別的な投資を優先しています。

ポジショニング

世界経済の力強い成長、インフレの許容範囲内での動き、支援的な政策スタンスの維持という「(過熱せず、冷え込み過ぎない)ゴルディロックス」シナリオのもとで、クレジットに対して過度に弱気になるのは難しい状況です。しかしながら、こうした見方が市場を支配するコンセンサスであり、クレジット・スプレッドに十分織り込まれるようになったと見られる点には、注意が必要です。

ロベコの基本シナリオは決して異端な見方ではなく、テクニカル環境の優位性が弱まる状況に市場が順応する過程で、スプレッドの拡大方向での調整が整然と進むと予想しています。もともと、スプレッドの足元の水準を踏まえると、リスクは極めて非対称的だと考えられます。来年は大幅な供給増が見込まれ、現在の水準からの縮小余地は限定的と見られます。その一方で、スプレッドが再評価されて拡大する可能性には事欠きません。注意深くモニタリングしている既知の要因も、予測できない要因も、数多く存在します。このため、クレジットの運用戦略全体のベータを保守的な水準に抑える方針を採用しています。

セクター別に見ると、スプレッドがアウトパフォームする中でも、銀行セクターに対する強気の姿勢を変えていません。現在、銀行の信用力指標は非常に堅固であり、格付けのトレンドも上向きです。また、来年度の供給動向が大きく変化しても、その影響を受けにくいと考えられます。キャピタル・ストラクチャー(資本構成)の中では、非優先シニア(senior non-preferred)の投資妙味が依然として最も高いと見ています。これより下位にも質の高い投資機会が存在するものの、スプレッドは総じて極めてタイトな水準にとどまるため、残存年限とコールの可能性を慎重に考慮する必要があります。

2026年は、化学セクターにおけるリスクとリターンの動きに注目が集まります。ここ数四半期は、多くの企業の業績が非常に低調であり、また、格付けに下方圧力がかかる中で、スプレッドは大幅に拡大しています。ロベコは慎重な見方を維持していますが、その一方で、一部の銘柄のバリュエーションは十分魅力的な水準に近づいていると見ています。

投資適格債・ハイイールド債いずれの運用戦略においても、米ドル建ての市場をアンダーウェイトとする一方で、ユーロ建ての市場のオーバーウェイトを据え置きます。投資適格債の戦略では、米ドル建ての長期債の大幅なアンダーウェイトを据え置きます。年限が比較的短い債券の方が、テクニカル面での優位性が高く、損益分岐点を超えるリスクを抑えるのに有効です。

米国のBDC(ビジネス・デベロップメント・カンパニー)やプライベート・エクイティ所有の保険会社など、プライベート・クレジットに関連する発行体については引き続き警戒しています。

また、テック銘柄をアンダーウェイトとしています。最上位の銘柄については、ファンダメンタルズ面とテクニカル面の優位性が弱まったにもかかわらず、スプレッドは引き続き極めてタイトな水準で取引されています。このセクターの長期的な見通しには不確実性が伴うため、特に「アップサイドは限定的、ダウンサイドは甚大」という前提で運用するクレジット投資家の視点では、事業基盤が確立されていない銘柄ほどリスクの高さが意識されます。

表 1 - 現在のポジション

	建設的	中立	慎重
ファンダメンタルズ		✓	
バリュエーション			✓
テクニカル		✓	
IG クレジット			✓
ハイイールド債			✓
金融	✓		
非金融株			✓
新興国			✓

出所: ロベコ、2025 年 12 月時点。

ロベコのグローバルクレジットチームを代表して、皆さまとご家族に穏やかなホリデーシーズンをお過ごしいただけることをお祈り申し上げます。

謝辞: 本アウトLOOKの作成にあたり、Barnaby Martin (BoA)、Mislav Matejka (JP Morgan)、そして社内プレゼンターである Rikkert Scholten、Martin van Vliet、Mike Chen、Daniel Ernst、Frank Reynaerts、Daniel Ender の皆さまに貴重なご協力をいただき、心より感謝申し上げます。

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
