ROBECO
The Investment Engineers

クレジット四半期アウトルック

決別に伴うばらつきの拡大

- 投資家は「関税の脅威におびえている（tariffied）」
- 自動車より軍事装備の生産に軸足を置いた欧州の産業復興
- 資金フローは米国から欧州・アジアへとシフト

トランプ政権は国益増進の交渉手段として関税政策を利用しているだけであって、最終的には米国企業や自らの支持者の利益を優先して合理的に行動するだろう、というのが大方の見方でした。この見方は、「米国例外主義」という命題の根底を成してきました。しかし、今になってようやく真相が判明しました。米国政府は最も緊密な友好国とも距離を置き、その結果、貿易戦争のリスクは制御不能になりつつあります。

米国と欧州の関係は、ウクライナのゼレンスキー大統領がホワイトハウスという公然の場で批判を浴びるという忌まわしい出来事の直後に、ターニングポイントを迎えています。そのわずか数週間前には、ミュンヘンで開催された安全保障会議におけるバンス米副大統領の演説が物議を醸しています。欧州サイドは、これらのエピソードを通じて、米国からの支援はもはや所与のものではなく、手始めに防衛の分野から自立を図る必要があるとの認識に至りました。

その後、ドイツ政府は前例のないような財政政策の転換を、EU は追加的な財政刺激策を発表しました。債券市場とクレジット市場に及んだ影響は、周知の通りです。市場金利は米国では低下、欧州では上昇しました。クレジット市場では、超過リターンが反対の方向に動き、欧州のクレジットが米国のクレジットをアウトパフォームしました。このような負の相関関係は極めて異例ですが、現在の環境においては、完全に理にかなっていると言えるでしょう。

スタグフレーションに対する懸念が浮上し、米国例外主義の終焉が取り沙汰される背景には、関税に関する計り知れない不確実性と、それに関連する経済の不安定性があります。米国では、インフレ期待が高止まりする一方で、複数の経済成長関連の指標が景気の減速を明確に示すなど、リスク資産は厳しい環境に直面しています。

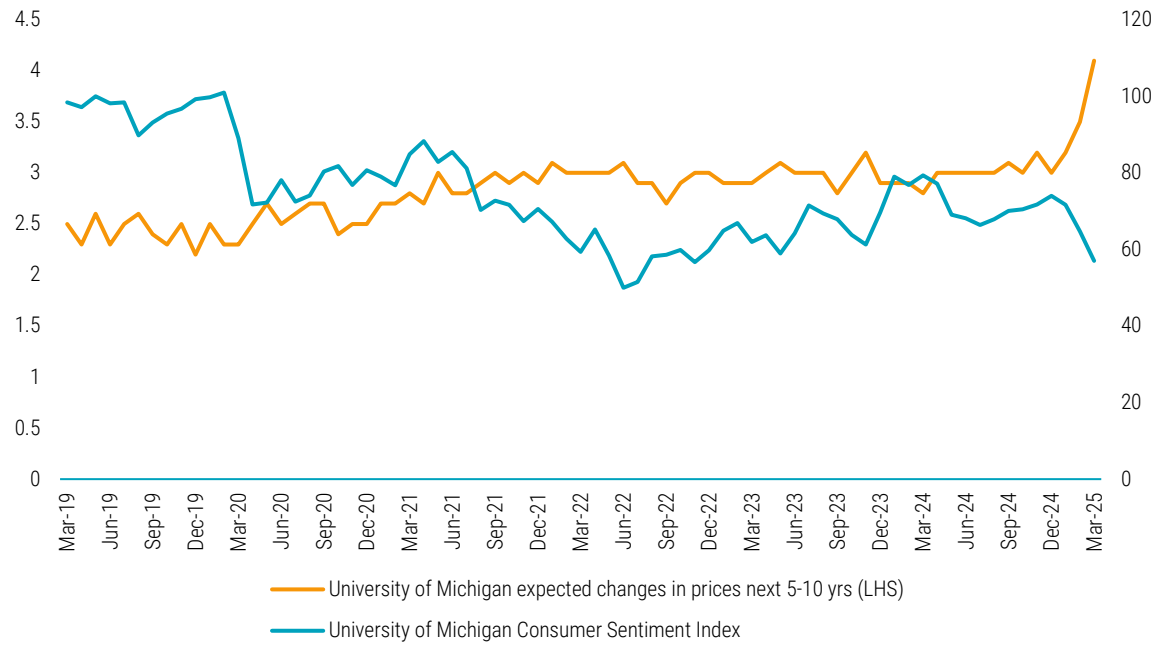
クレジット四半期アウトルック 2025 年 4 月
機関投資家向け資料

Sander Bus
ハイイールド債券

Matthew Jackson
投資適格債券

“ 市場は「関税の脅威におびえている（tariffied）」– 貿易摩擦が深刻化する中で恐怖に支配されるように

図表 1 – ミシガン大学消費者信頼感指数とインフレ期待の推移



出所: ミシガン大学、ブルームバーグ。2025 年 4 月現在

ファンダメンタルズ

わずか数カ月前までは、米国経済は非常に良好な状態にあると見られていましたが、最近の経済指標からは楽観的な要素が大幅に後退しているように思われます。景気後退入りは基本シナリオではありませんが、経済成長がトレンド以下の水準に減速する展開は十分に考えられます。消費者心理の景況感悪化を受け、企業は不確実性に直面し、雇用意欲の低下や設備投資計画の縮小につながっています。このため、米国市場で株式とクレジットがアンダーパフォームしているのも、意外なことではありません。

昨年の相場では、下値が「**トランプ・プット**」と「**FRB プット**」の両方に支えられている印象を受けましたが、これらのオプションのバリューは大幅に低下しています。米国株が調整局面を迎えている状況について、トランプ政権は特段懸念していないように思われます。また、FRB にとっても、インフレ期待が上昇する中で、積極的な利下げの難易度はさらに高まる見通しであり、中央銀行の立場では、米国政府の予測不能な政策転換を事前に予測し、対策を講じることは無理難題と言えるでしょう。金利の上昇と経済成長の鈍化はポピュリズム政権下における典型的な特徴であり、経済学者の Manuel Funke 氏らが 2022 年に行った研究でもこの傾向が強調されています。その意味において、現在の動向は研究結果と一致すると考えられます。

その一方で、欧州の状況は明確に異なります。インフレは比較的抑制されているようであり、ECB には必要に応じて追加利下げを実施する選択肢が残ります。同時に、財政支出の大幅な増加という見通しを背景に、経済成長見通しは大きく改善しています。財政政策は関税引き上げの影響をある程度吸収する役割を果たすとともに、防衛費やインフラ支出に関連する業種を下支えすると考えられます。

ロベコはクレジット四半期アウトルックにおいて、関税を主要なテーマとして取り上げてきました。今回、以下の用語を、2025 年の年間流行語大賞にノミネートする運びとなりました。

tariffied（関税の脅威におびえている）（形容詞）

特に金融市場において、関税の賦課またはその可能性に起因する恐怖や懸念に打ちのめされた状態
例文:「新たな貿易障壁が経済の安定性を脅かす中で、世界中の投資家が関税の脅威におびえた（tariffied）。」
通商上の制約に対する懸念に起因する市場のボラティリティまたは悲観的見方を特徴とする
例文:「関税に関する直近の発表への脅威におびえた（tariffied）株式市場は急落した。」

今回、トランプ大統領が提案した関税の水準は、第 1 期トランプ政権において導入された水準の 7 倍に相当するため、市場は***関税の脅威におびえています（tariffied）***。また、さらに厳しい報復措置が講じられる見込みは濃厚です。経済成長に及ぼす直接的な打撃に加えて、政策が引き起こす不確実性から生じる二次的な影響も無視できません。関税は国際貿易を混乱させるという意味で、本質的にインフレ要因と言えます。

複雑なグローバル・サプライチェーンに組み込まれた自動車セクターは、関税の影響を受けやすいセクターとしてよく挙げられます。リスクが明確であるために、同セクターのクレジット・スプレッドには既にこうした懸念がおおむね反映されていると考えられます。しかし、関税の影響は自動車セクターにとどまらず、表面的には脆弱に見えない業種に打撃を与える可能性があります。ロベコは発行体の選別プロセスにおいてこのようなリスクにも細心の注意を払い、総じて国内志向性の高い企業を選好しています。また、銀行は製造業よりも関税の影響を受けにくいと考えています。

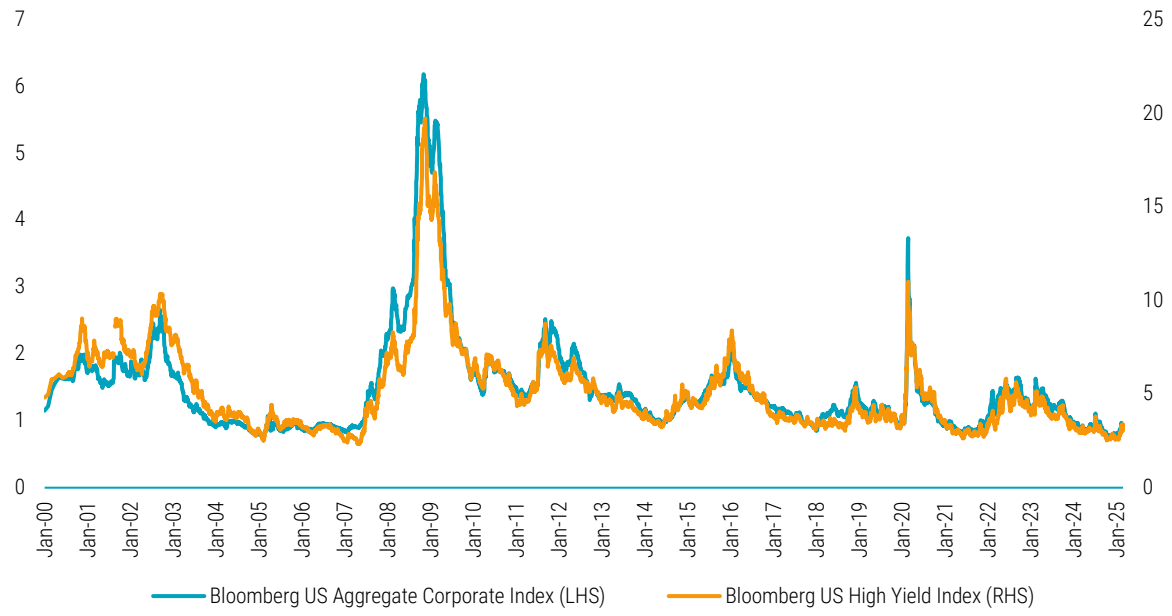
中国政府は年 5%の経済成長という野心的な目標を掲げています。経済成長の長期的な質の改善を目指した構造改革と合わせて、個人消費の促進を狙いとする各種の政策を導入しています。その一方で、不動産バブル崩壊の影響や、現在進行形の対米貿易摩擦への対応に苦慮しています。このため、中国が世界経済の牽引役になることは期待できません。

もっとも、欧州諸国による財政刺激策の恩恵が、中国以外の新興国にも波及する可能性はあります。なかでも、財政刺激策の効果が定着した場合、欧州の産業復興はコモディティ輸出国の支援材料となるでしょう（より広範な見通しについては、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「**防衛力強化に伴う財政支出**」をご参照ください）。

バリュエーション

前回の四半期アウトルックでは、クレジット市場のほぼすべての領域において、スプレッドが過去最低の水準まで縮小していると指摘しました。2025 年 1～3 月期を通じて、スプレッドは小幅に拡大したものの、長期的に見るとほんの一時的なものに過ぎないように思われます。スプレッド拡大の動きは、欧州市場やアジア市場よりも米国市場において顕著に見受けられますが、ファンダメンタルズの見通し悪化によって説明できるため、米ドル建てクレジットに投資する好機であるとは捉えていません。

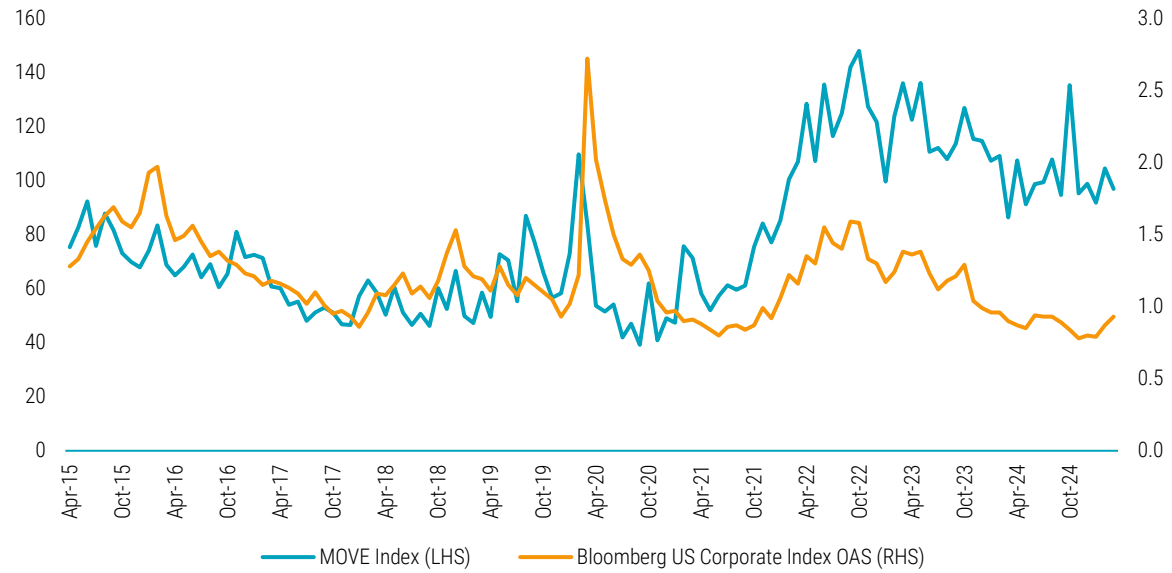
図表 2 – 米ドル建ての投資適格債とハイイールド債のスプレッドの長期的推移



出所: ブルームバーグ。2025 年 4 月現在

歴史的に見ると、金利のボラティリティとクレジット・スプレッドの間には強い相関関係があります。足元のボラティリティの水準を基準にすると、理論上は、スプレッドは現在の水準よりワイドであるべきと考えられます。ロベコの見解によると、実際のスプレッド水準と理論上のフェアバリューの差は、市場の強力なテクニカル要因に起因すると考えられます。スプレッドの水準がファンダメンタルズによって正当化できないと考えられる場合、テクニカル要因は特に有力なスプレッドの説明要因となりますが、これを予測するのは容易ではありません。特に現在のように不透明なマクロ経済環境においては、テクニカル要因は突然変わる可能性があります。

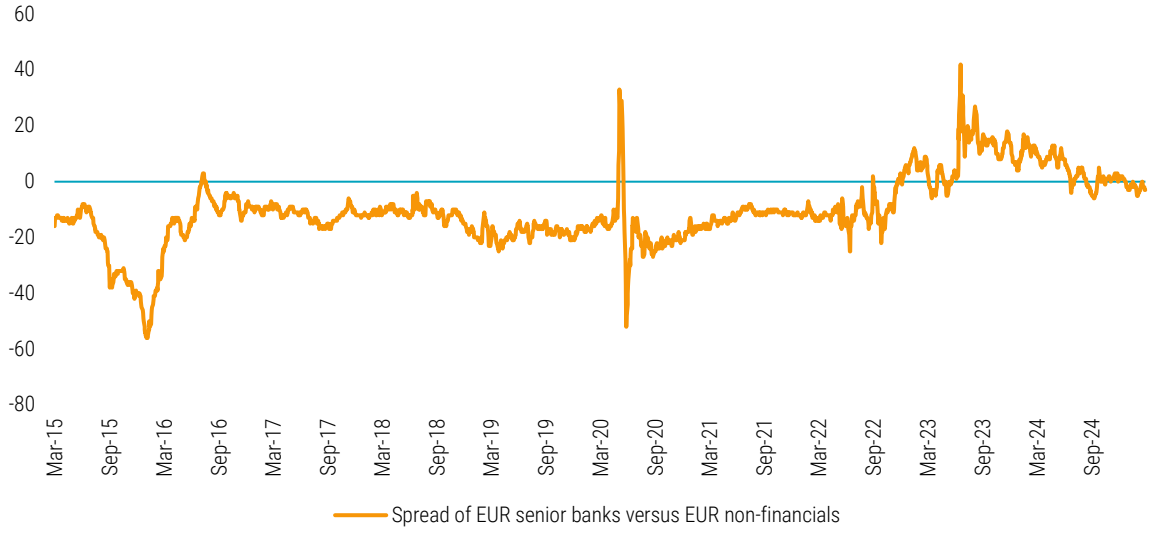
図表 3 – 投資適格債のスプレッドと MOVE 指数の推移



出所: ブルームバーグ。2025 年 4 月現在

バリュエーションの観点から導かれる明確な結論は、クレジット市場は引き続き総じて割高であるということに限られます。このため、相対価値に注目することが重要になります。割高な市場環境において、ロベコは引き続きユーロ建てのクレジットと銀行セクターを選好しています。銀行のスプレッドにも割高感は存在しますが、セクターのリスクは非常に限定的であると考えられます。銀行の自己資本基盤は依然として堅固であり、貿易摩擦の影響を受けにくいと見ています。

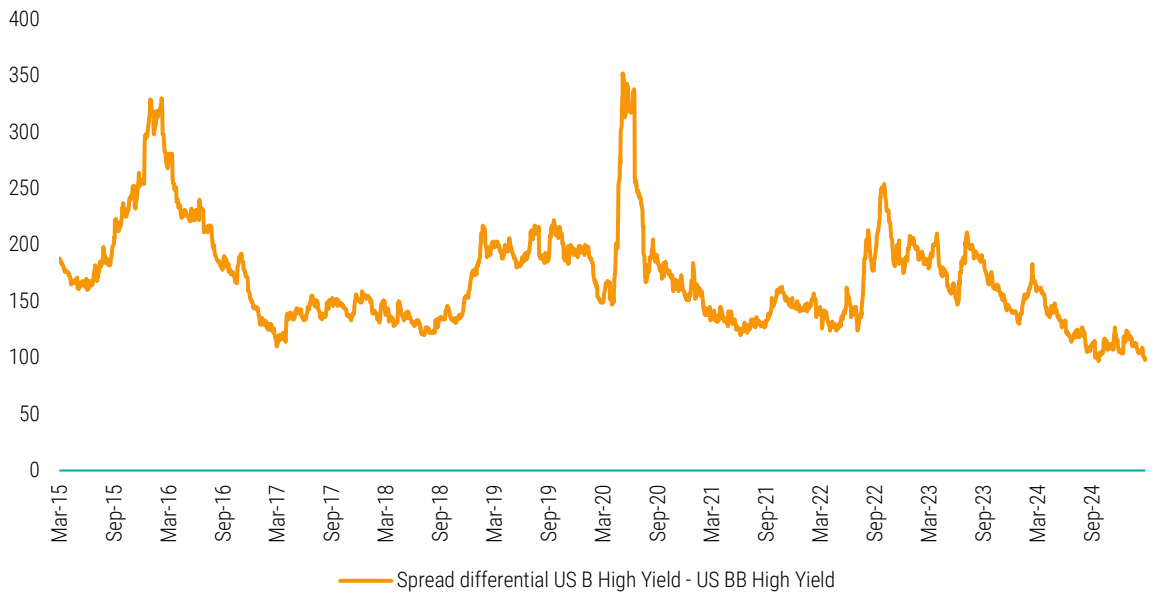
図表 4 – ユーロ建ての金融債と非金融債のスプレッド格差の推移



出所: ブルームバーグ。2025 年 4 月現在

ハイイールド債市場では、スプレッド格差が極端に小さいと評価しています。言い換えると、格付けがより低い銘柄を選択した場合に得られるスプレッドの上乗せ幅が、極めて小さいということです。スタグフレーション的なリスクが高まる中で、スプレッド格差は拡大し、格付け低位の銘柄はアンダーパフォームする可能性が高いと予想しています。ロベコのポジショニングには、この見方が反映されています。

図表 5 – 米ドル建てハイイールド債の BB 格と B 格の単純なスプレッド格差の推移



出所: ブルームバーグ。2025 年 4 月現在

最後に、金利とクレジット・スプレッドの相関が再びマイナスに転じたことを指摘しておきます。この関係は、クレジット関連の資産クラスに対して有利に働きます。金利とスプレッドの変動はある程度相殺し合い、クレジットのパフォーマンスの安定化につながるからです。このことも、クレジットに対する需要が引き続き堅調である理由の 1 つになる可能性があります。

テクニカル

投資適格債の起債につながるような戦略的な案件を中心に、M&A の動きは依然として低迷しています。経済成長の減速見通しや政策の不確実性の高まりを背景に、企業の借り入れ需要は低下し、大規模な案件は手控えられています。

前回の四半期アウトルックの中で、米ドル建ての投資適格債市場では、2025 年はユーロ建ての投資適格債の供給の伸びが比較的低水準にとどまる中で、純発行額が過去最高の水準に達するため、テクニカル環境が悪化する可能性があると指摘しました。その後、純発行額の予想を下方修正したものの、絶対額としては依然として高い水準であり、供給の圧力は高止まりする見通しです。ユーロ建ての投資適格債市場においても、純発行額はプラスとなるものの、近年の水準を下回ると予想しています。このため、テクニカルな観点からは、米ドル建て対比でのユーロ建ての投資適格債のオーバーウェイトを据え置く根拠が強まることになります。

ハイイールド債の発行は、ローン市場やプライベート・クレジット市場において有利な条件で資金調達できるケースが多いため、低い水準にとどまりますが、ユーロ建て、米ドル建てとも純発行額がプラスとなるなど、市場規模は縮小していません。ハイイールド債市場では、新規発行が低く推移していることが、引き続きテクニカル面での強力な支援材料となっています。

現時点では、需要は底堅さを維持しています。3 月に市場が混乱した局面においても、大量の資金流出といった動きは確認されませんでした。しかしながら、資金フローがリターンを後追いするケースが多いことを、歴史は示唆しています。すなわち、損失が資金の流出を誘発し、相場がさらに下落するという、自己強化型のサイクルが形成されるということであり、今後数週間に重要な局面を迎える可能性があります。

もう 1 つの重要なテクニカル要因として、米ドルの準備通貨としての役割が挙げられます。準備通貨を有する国では双子の赤字が慢性化しやすく、公的債務と対外債務が持続不可能なほど累積される結果、通貨への信認が損なわれるというパラドックスが生じます。米国におけるビットコイン準備金の設立や海外の米国債保有者の損失負担に関する最近の議論（マルアラーゴ合意）の背景には、おそらくこのような懸念が存在しています。このような極端な手段をほのめかすだけでも、米ドルの準備通貨としての地位は損なわれ、米ドル安につながりますが、まさに米ドル安こそが貿易収支の改善に必要な条件となります。

海外投資家にとっての米国資産の安全性に関する不確実性の高まりを受けて、資金フローはすでに欧州やアジアへとシフトしています。このような傾向は、欧州向けの資金フローがプラスとなっていることや、アジアの投資家が資金を国内回帰させているというエピソードによって、裏付けられます。その結果、アジアのクレジットに対する需要が高まり、厳しい経済環境においても、スプレッドはタイトな水準で推移しています。当面は、米国資産の安全性に関する懸念が、非米国資産を下支えする重要なテクニカル要因となる可能性が高いようです。

ポジショニング

ロベコでは、過大なベータ・リスクをとることには慎重であり、ベータの水準を投資適格債と新興国市場の戦略では 1 程度、ハイイールド債の戦略では 0.9 程度に据え置くことが妥当であると考えます。重要なポイントとして、ハイイールド債の戦略のベータをアンダーウェイトとしているのは、ディストレストの領域をアンダーウェイトとしていることにもっぱら起因します。可能な場合にはデリバティブ取引を活用してロング・リスクのポジションを積み増し、ベータを 0.9 まで引き上げています。

ベータの水準はおおむね中立的であり、アルファの獲得は発行体の選択に依存することになりますが、その意味で、足元の市場環境では多くの投資機会が見受けられます。引き続き、米ドル建て対比でユーロ建てのポジションをオーバーウェイトとしています。前四半期にこのポジショニングを開始した際には、バリュエーションの割安感に注目していましたが、欧州クレジットのファンダメンタルズ改善とテクニカル面でのサポート強化に、注目は変わっています。また、不動産銘柄など、金利の上昇によって打撃を受ける可能性のある企業を選別しています。

発行体の選別においては、市場価格にリスクが完全に織り込まれていないケースを中心に、貿易摩擦の悪影響を受けやすい銘柄を特定し、回避することを主な目的としています。反対に、懸念に対して過剰な反応が見られる場合には、ミスプライスを投資機会として捉える方針です。

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		✓	
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 4 月

本見通しの執筆にあたり、貴重なご意見を賜りました JP モルガンの Jan Loeys 氏、ドイツ銀行の Stephen Caprio 氏、バンク・オブ・アメリカの Barnaby Martin 氏に深く感謝申し上げます。

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