

クレジット四半期アウトルック

陶醉状態のクレジット市場

- ・ スプレッドは極めてタイトだが、投資家は楽観姿勢を崩さず
- ・ 強力なテクニカル要因が市場を継続的に下支え
- ・ クオリティの高い投資適格債と厳選されたハイイールド債を重視

英国のロックバンド Pink Floyd が「心地よい陶醉状態(Comfortably Numb)」という楽曲で表現したように、無関心は束の間の安心感をもたらすこともありますが、いずれ現実と直面した際に、無防備な状態に陥るおそれがあります。現在のクレジット市場も、これと同じパラドックスを体現しているように思われます。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。

2025 年 7～9 月期は、4～6 月期に劣らず注目に値する展開となりました。リスクは身近に存在するという警告が繰り返される中で、スプレッドはさらに縮小しました。また、トランプ政権の関税政策に関連するニュースが相次いだものの、市場は動じていないように見受けられます。

かつて考えられなかったトランプ大統領の米連邦準備制度理事会(FRB)への強硬な介入すら、市場のセンチメントを揺るがすには至りませんでした。また、労働市場関連のデータが下方修正される一方で、先行指標においてインフレ圧力の再燃が示唆されるなど、スタグフレーション・シナリオの確率が上昇している状況でも、リスクを選好する姿勢は後退していません。(実現しなかった)景気後退懸念を背景にスプレッドが拡大するという“誤報”に終わった事例が幾度となく繰り返された結果、投資家は再びヘッジ取引に動く意欲を失っているのが現状です。

その結果、Pink Floyd の言葉を借りれば、クレジット市場は「心地よい陶醉状態」に陥るようになりました。投資家はロング・ポジションに安住し、リスクへの意識が薄れ、周囲の警戒シグナルにも無関心なままのように見受けられます。市場全体に、慎重さを欠くムードが広がっている印象があります。

アウトルック 2025 年 9 月

機関投資家向け資料



Sander Bus
ハイイールド債券



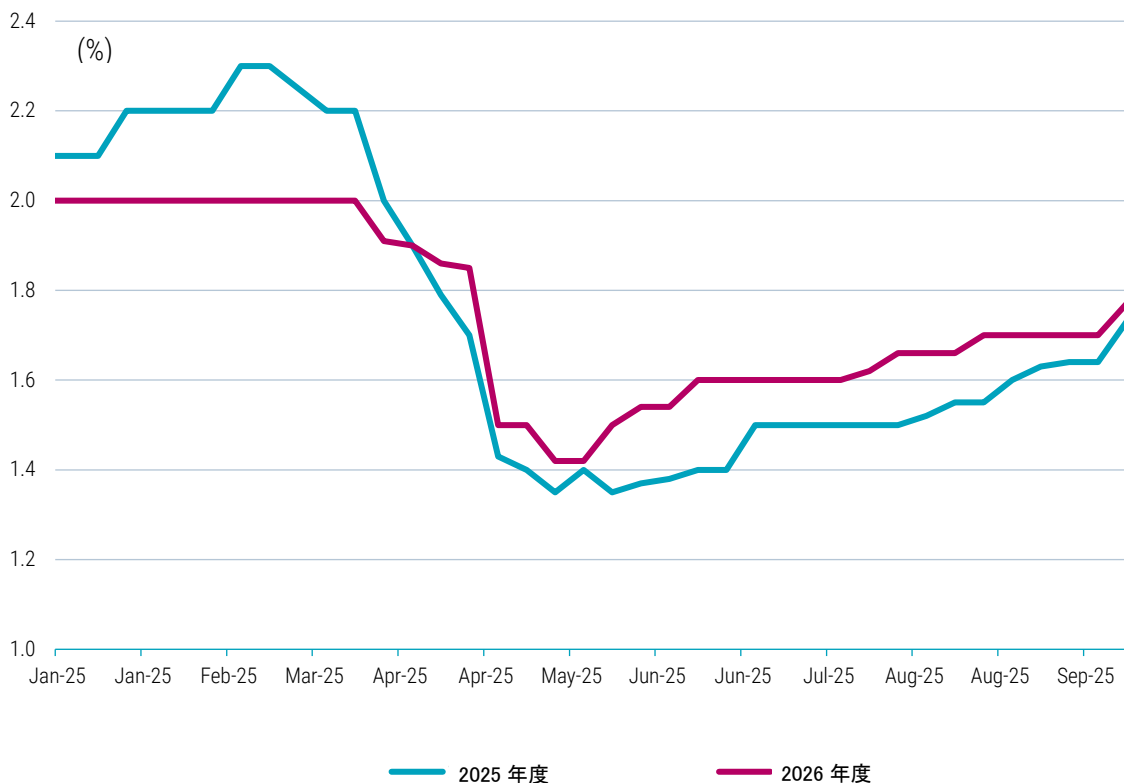
Matthew Jackson
投資適格債

「(実現しなかった)景気後退懸念を背景にスプレッドが拡大するという“誤報”に終わった事例が幾度となく繰り返された結果、投資家は再びヘッジ取引に動く意欲を失っているのが現状です」

ファンダメンタルズ

ここ数カ月でコンセンサス予想はいくぶん改善しているものの、年末にかけて米国経済の減速傾向は続くと見込まれています。ブルームバーグの予想によると、2025 年の経済成長率はトレンドを大幅に下回る 1.5%程度にとどまる見通しです。個人消費はプラスの伸びを維持しているものの、伸びは鈍く、所得上位 10%の世帯に偏る傾向が強まっています。大多数の世帯にとっては、物価の上昇が引き続き賃金の伸びを相殺するなど、低所得層は厳しい状況に置かれています。

図 1 - 2025～26 年のコンセンサス経済成長見通しは小幅に改善



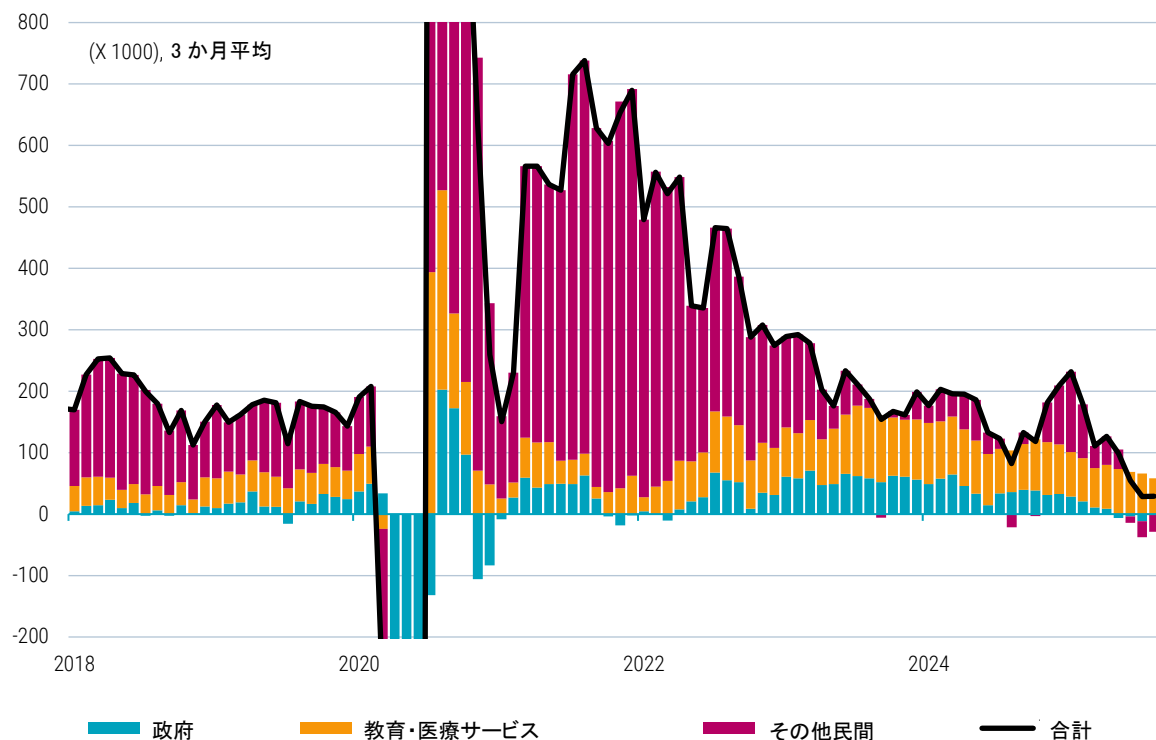
出所: ブルームバーグ、ロベコ。2025 年 9 月現在。注: 変数には、住宅建築許可件数、耐久財受注、消費者信頼感指数、ISM 新規受注指数、在庫指数、労働時間が含まれます。

また、企業利益にもばらつきが見られます。S&P500 株価指数の構成銘柄を中心に、大企業の利益の伸びが力強さを増しているのに対して、国民経済計算のデータは、中小企業の利益成長が著しく鈍化している状況を浮き彫りにしています。これは重要な問題です。中小企業は雇用の基盤であり、その業績不振は、労働市場全体に幅広い影響を及ぼす可能性があります。

ロベコでは、労働市場関連のデータは注目すべき最も重要な指標であると考えています。最近数カ月間、雇用の全体的な伸びは鈍化し、民間部門ではマイナスに転じています。しかしながら、おそらく現在の移民政策との関連で、失業率の目立った上昇にはつながっていません。労働市場の現状は、「採用・解雇とも控え目な状態」と形容するのが適切でしょう。この先数カ月は、企業がコストの増加分を消費者に転嫁できる

かどうかが、重要な問題になる見通しです。不調に終われば利ざやの縮小につながり、企業はコスト削減や一時解雇を余儀なくされる可能性があります。これは、リスク・センチメントを急変させるシナリオと言えるでしょう。

図 2 - 非農業部門雇用者数の推移(部門別、月次ベース)



出所: ブルームバーグ、ロベコ。注: 暫定的なベンチマーク修正の影響を除外しています。

住宅関連を中心に、先行指標は引き続き景気の脆弱性を示唆しています。インフレに関しては、リスクは依然として上振れ方向に傾斜しています。関税の影響は徐々に消費者へと転嫁されつつあり、また、移民流入の鈍化を背景に、賃金インフレは再び上向く可能性があります。さらに、AI 主導のデータセンター拡大に伴う電力需要の増加を受けて、物価に追加的な上昇圧力が加わるおそれもあります。また、中間財のコストはすでに上昇しつつあり、これは往々にして消費者物価指数(CPI)の上昇に先行する傾向があります。

また、地政学リスクが依然としてくすぶっています。中東情勢の緊迫が続く一方で、ロシアのハイブリッド戦術は次第に目立つようになり、挑発の度合いも強まりつつあります。これまでのところ、市場ではこのような動向は重視されていないようですが、事態の緊迫化によってセンチメントは急変する可能性があります。

一方、FRB を取り巻く環境には、特有の厳しさが見られます。金融緩和を求める政治的圧力が強まる中で、9 月に利下げが再開されました。労働市場関連のデータの悪化を受けて「デュアル・マンドート(2 つの使命)」のバランスが変わり、インフレよりも雇用への懸念が強まるようになりました。インフレ率は依然として政策目標を上回るものの、引き続き「一過性」の現象と捉えられています。

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。米国との関税問題や不透明感の持続が逆風であることに変わりありませんが、深刻な脅威とは言えません。購買担当者景気指数(PMI)は、景気回復の兆しを示しています。また、欧州の多くの産業にとって米国は主要な輸出市場ではなく、関税の影響は対応可能と見られます。ドイツでは労働市場がやや弱含んでいるものの、南欧諸国のより堅調な雇

用動向によって影響は相殺されています。一方、家計の貯蓄水準は依然として高く、消費を下支えしています。インフレ率が政策目標の水準に回帰したことで、ECB は早急な対応を強いられない状況ですが、必要な場合に利下げする余地は潤沢に存在します。全体として、米国よりも欧州のファンダメンタルズを前向きに評価しています。

米欧両地域において、財政政策は引き続き重要なサポートの役割を担っています。大規模な財政赤字が長期的に持続不可能であることは明かですが、現時点では、経済成長の底堅さと市場の安心感につながっています。米国では、減税措置が経済を引き続き下支えているのに対して、欧州では、インフラ支出と防衛費の増額が外需の鈍化を十分に相殺する効果を発揮しています。クレジット投資家にとって、当面はこれといった不満材料が見当たりません。

一方、新興国市場では、相対的な強靱さが依然として際立ちます。企業・政府ともに、先進国市場と比べてレバレッジの水準が低く、最近の金利サイクルを効果的に乗り越えてきました。足元では、インフレ圧力の緩和、財政収支の改善、米ドル安傾向が追加的な追い風となっています。なかでも、アジアは引き続き群を抜いた存在であり、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。一部の国では、関税に関連する経済成長リスクが残存しているものの、多様な輸出基盤への構造転換や、域内貿易の強化によって、安定性は向上しています。また、新興国市場が先進国市場を上回るペースで成長を続けていることも、重要なポイントです。

個別企業レベルで見ると、ファンダメンタルズは安定しています。レバレッジ比率やカバレッジ比率が平均的な水準で推移する一方で、EBITDA マージンは記録的な高水準に近づいています。通常、こうした財務比率は EBITDA に左右されるため、米国企業が関税の引き上げ分をどの程度消費者に転嫁できるかが重要なポイントになります。一方、欧州と新興国市場の状況はさらに良好であり、ドル安によって投入コストが抑制されているため、当面は利ざやの縮小圧力が緩和されています。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「勇猛果敢なリスク市場」をご参照ください。

バリュエーション

ロベコはクレジット市場のバリュエーションを評価する指標として、引き続きクレジット・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。「オールイン利回り(債券/ローン全体としての利回り)」については、その水準が資金フローに影響することはあるものの、クレジットの魅力だけを切り離して評価する指標としては有用性に欠けると考えます。市場のさまざまな領域において、歴史的に最もタイトな水準近辺までスプレッドが縮小しているため、バリュエーション面で見ると足元の環境には厳しい状況にあるように思われます。これに対して、(オールイン)利回りは 2000 年以降の長期平均とおおむね整合的な水準であり、利回り重視型の投資家に一定の安心材料を提供しています。もっとも、クレジットのリスク・リターンの関係に関するロベコの基本的な評価に大きな変化はありません。

ここでの分析において、過去データが有益な指針を提供します。現在のスプレッド水準を基準にすると、1~2 年先には超過リターンがマイナスになる傾向が歴史的に確認されています。もっとも、この傾向を過度に機械的に解釈するのは適切ではありません。スプレッドは長期間低い水準で推移することもあり、3 カ月先という短い時間軸で見ると、リターンがプラスとなるケースが半分を上回りました。ここで投資家は、中期的にはリスクに対する対価が小さいものの、短期的にはモメンタムが持続してバリュエーションが維持される可能性があるという、お馴染みのジレンマに直面することになります。

「ロベコは以前から、ユーロ建てのハイブリッド事業債を有望な投資対象と位置付けてきました」

また、地域的な視点も重要になります。欧州市場のスプレッドは米国市場の水準に収れんし、足元では、ほとんどの格付けカテゴリーにおいて同様の水準で取引されています。ただし、米ドル建てよりもユーロ建

での投資適格債の方がデュレーションが短い点を考慮すると、今後もう少し縮小する余地があると考えられます。このことは、ファンダメンタルズ面とテクニカル面での相対的な優位性と合わせて、米国よりも欧州のクレジットを選好するロベコのスタンスの根拠となります。また、スプレッド・カーブに注目すると、長期年限の米ドル建て投資適格債は、スプレッドが特にタイトな領域として際立ちます。このことも、スプレッド・デュレーションの短期化を志向するロベコの方針を後押ししています。

もっとも、平均を見るだけでは、ばらつきが拡大している状況は把握できません。クレジット市場は総じて健全な状態にあるようですが、一部のセクターには局地的な脆弱性が浮上しています。化学、米国の住宅建設、建設関連製品などのセクターには下押し圧力がかかりやすく、特定の銘柄のスプレッドは合理的な理由によって拡大しています。これらのセクターで大幅なオーバーウェイトを推奨することには慎重な立場をとっていますが、ロベコの経験豊富なアナリスト・チームは、ファンダメンタルズが過大評価されている特異な投資機会を発掘する能力を備えています。

図 3 - 信用力が一定(コンスタント・クオリティ)の米ドル建て投資適格債のスプレッド



出所: バンク・オブ・アメリカ、2025 年 9 月現在。*信用力が一定の米ドル建て投資適格債 (AA: 20%、A: 40%、BBB: 40%) の平均スプレッド(OAS)を表わします。

ロベコは以前から、ユーロ建てのハイブリッド事業債を有望な投資対象と位置付けてきました。特に BB 格のユーロ建て社債対比でスプレッドが大幅に縮小していることを受けて、この資産クラスにおいて選別的な利益確定を選好します。その一方で、同じく堅調なパフォーマンスを記録してきた欧州の銀行劣後債には、相対価値が残存しています。この資産クラスは、緩やかな景気減速や地政学的な不確実性の高まりに直面しても、強靱性を発揮すると予想しています。

ハイイールド債市場の状況は一樣ではありません。低格付けの領域に注目すると、CCC 格のスプレッドは、平均的な期待デフォルト率やデフォルト時損失率を鑑みると割高な水準にあります。これに対して、B 格と BB 格のクレジットについては、失敗の許容範囲は縮小しているものの、長期の平均的なデフォルト想定のもとで、超過リターンがプラスを維持する可能性が残ります。このため、全体のベータのポジショニングを保守的に抑えつつ、クオリティが相対的に高い分野で選別的なバリューを追求しています。

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の少なさと潤沢な資金フローといったテクニカル要因が、パフォーマンスを支えてきましたが、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よりも選別的な投資を優先しています。

テクニカル要因

年初来、金価格が上昇し、FRB による複数回の利下げが織り込まれる中でも、リスク市場は非常に好調なパフォーマンスを示しています。一見すると、これは矛盾した構図のように思われます。関税リスクや地政学的な緊張感が解消されないにもかかわらず、リスク資産はなぜ上昇を続けることができるのでしょうか。その答えは投資家の行動にあると考えています。

ここ数年、市場参加者は景気後退リスクを過剰に織り込むという失敗を重ねてきました。2022 年の売り局面は、中央銀行の大規模な利上げにもかかわらず景気が踏み止まったため、時期尚早という評価に終わりました。また、2024 年 8 月にも、労働市場関連のデータの悪化が懸念を生じさせたものの、その後ほどなくして市場価格から懸念が剥落するなど、同じような展開が繰り返されました。今年 4 月の関税に関連する調整局面も例外ではなく、再び下落を経験したものの、振り返ると絶好の買い場だったことが判明しています。報われないヘッジ取引によって損失を被った投資家は、防御的なポジショニングに二の足を踏むようになり、足元の強力なテクニカルを下支えする形となっています。

こうした状況を裏付けるように、クレジット市場のポジショニングが、パンデミック後の反発が確認された 2020 年夏以降で最大のオーバーウェイトに傾斜していることが、セルサイドの調査において示されています。また、ファンドのベータに関する分析結果においても、クレジットの全資産クラスでファンドのベータが平均 1 以上である状況が示されるなど、このトレンドが裏付けられています。だからといって、売り局面が再来しないというわけではありませんが、次の売り局面では、経済成長が本格的に減速しているという確かな証拠が求められる可能性が高いと見られます。

テクニカル面で特筆すべきもう一つの動きとして、流動性に構造的な改善傾向が見られます。ポートフォリオ・トレードの普及によって、投資家が複数の債券銘柄を効率的に取引しやすくなり、クレジット市場全体で流動性プレミアムの縮小につながっています。こうした点も、需要の堅調さと相まって、歴史的にタイトな水準にあるスプレッドが強靱性を保つ要因となっています。

起債市場においても、需要の堅調さが確認されています。新発債プレミアム(NIP)は急激に縮小し、歴史的な基準で見るとバリュエーションに割高感が存在しているにもかかわらず、多くの起債案件が大幅な需要超過となっています。また、供給が買い意欲に追い付かないことも、テクニカル面で強力な支援材料となっています。とはいえ、インフレ環境の変化に応じて、金利とスプレッドの相関がどのように変わるかについても、引き続き考慮する必要があります。低インフレの局面では、伝統的なマイナスの相関関係が保たれやすく、分散効果が期待されます。しかしながら、高インフレの環境では、2022 年の事例のように相関関係がプラスに転じることもあり、クレジットのディフェンシブな特性が弱まります。このように、インフレの動向を重要な変数として注視する必要があります。

「テクニカル面で特筆すべきもう一つの動きとして、流動性に構造的な改善傾向が見られます」

興味深いことに、これまでクレジット市場では、広範な「米国売り」のトレンドを示す証拠がほとんど確認されていません。現場のエピソードによると、米国以外の投資家は追加的な資金を米国以外の地域に振り回している模様ですが、米ドル建てのクレジット資産を大量に売却しているわけではありません。「リアルマネー」投資家による大規模なアロケーションの変更が一朝一夕に起きることは珍しく、当面、米国クレジットは強固に支えられています。

新興国市場のテクニカル状況は依然として良好です。発行体は分散の観点から米ドル建ての起債を減らし、ユーロ建て、スイスフラン建て、豪ドル建てなど、代替の市場へのシフトを進めています。一例を挙げると、コロンビア共和国による大型ユーロ建て債の発行は非常に好評でした。こうしたシフトに伴い、米ドル建て債の純供給額は減少し、スプレッドを下支えする要因となっています。

旺盛な需要を反映する形で、中東の銀行や中南米の企業などによる起債案件も、順調に消化されています。また、アジアの発行体には自国市場で資金調達を増やす傾向が見られ、米ドル建て債の供給をさらに抑制する要因となっています。その一方で、新興国市場では、ミューチュアルファンドの資金フローが現地通貨建て、外貨建てとも明確な流入超となり、多くのグローバル投資家は最近の好調なパフォーマンスの波に乗り遅れています。これらの動向を総合すると、新興国のクレジット市場では今後数カ月にわたり、テクニカル要因が引き続き追い風として作用する見通しです。

ポジショニング

ロベコの運用戦略では、スプレッドが歴史的にタイトな水準にあることを踏まえて、全般に慎重なスタンスを維持しています。追加的なタイトニングの余地はほとんどありませんが、テクニカルが強力であり、これまで過度に悲観的な見方を抑制しています。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スタンスとして、ファンダメンタルズの相対的な優位性、デデュレーションの短さ、依然として良好なテクニカル要因を根拠に、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。

投資適格債の戦略では、スプレッドが過去最低の水準に達したことを踏まえて、慎重なスタンスをさらに強める方針です。また、バリュエーションの割高感とクレジット・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。引き続き、ユーロ建て、米ドル建ていずれのクレジットにおいても、スプレッド・デデュレーションを抑制しつつ、「クオリティを重視」する方針を選好しています。

ハイイールド債の戦略では、ベンチマークの中でパフォーマンスが好調な領域（BB 格および B 格のクレジット）についてはベータをおおむね中立とする方針であり、その一方で、ストレスのかかった銘柄に対しては慎重なスタンスを強めています。このようなポジショニングの結果、ハイイールド債インデックス（CCC 格を含む）に対する全体のベータは、1 をやや下回る水準となっています。

セクター別に見ると、金融債のオーバーウェイトを据え置いています。特に欧州の銀行劣後債は、緩やかな景気減速や地政学的な不確実性の高まりに直面しても、他よりも強靱性を発揮すると予想しています。もっとも、このセクターでは好調なパフォーマンスを背景に相対的な割安感が縮小しているため、ハイブリッド事業債などの分野では選別的な利益確定売りを慎重に進めてきました。また、化学、米国の住宅建設、建設関連製品などの比較的脆弱な分野については、セクター全体をオーバーウェイトとすることを避けつつ、銘柄間のばらつきが大きい業種において特異な投資機会を引き続き追求しています。

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 9 月

謝辞: 本稿作成にあたり、貴重なご意見を賜った Song Jin Lee 氏(HSBC), Henry Allen 氏(Deutsche Bank), Brad Rogoff 氏 (Barclays)、またロベコの Rikkert Scholten、Martin van Vliet、Jaap Smit、Thu Ha Chow、Daniel Ender に感謝申し上げます。

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
--