

クレジット四半期アウトルック

Halo, あなたが探し求めている答え？

- ・ 湾岸戦争と AI によるディスラプションが、クレジット市場の景色を大きく変えつつある。
- ・ プライベート・クレジットおよび BDC は、AI の影響を受けやすいソフトウェア関連ポートフォリオを背景に、深刻なストレスに直面。
- ・ HALO (Hard Assets, Low Obsolescence) : ハードアセットで陳腐化リスクの低い領域に退避することを推奨。

ライオネル・リッチーがかつて歌った “is it me you’re looking for?” という言葉になぞらえれば、今日のクレジット市場で探し求めるべき答えは、ますます HALO (Hard Assets, Low Obsolescence) であると言えます。HALO 企業とは、パイプライン、送電網、有料道路、鉱山資産など、物理的インフラに根ざした企業を指します。

これらの企業の価値は、実在し、模倣が困難な資産に支えられており、その収益モデルは人工知能による破壊的な影響を受けにくい構造となっています。AI が一部の企業には生産性向上をもたらす一方で、他の企業のビジネスモデルを破壊しつつある状況において、HALO 企業は退避先としての役割を果たします。

2026 年第 1 四半期は、通常では考えにくい複数のショックが重なって発生しました。湾岸戦争の勃発とホルムズ海峡がほぼ閉鎖されたことで、世界の原油・LNG 供給の 15~20% が失われ、インフレが再加速するリスクを生むとともに、アジアと欧州の成長に過度な下押し圧力がかかりました。

同時に、AI 関連投資ブームは依然として高速で進行していますが、そのひずみはプライベート・クレジットでますます鮮明になっています。高度にレバレッジをかけ、AI の影響を受けやすいソフトウェア企業では、ストレスの明確な兆候が表れています。こうした状況にもかかわらず、パブリック・クレジット市場は驚くほど底堅さを維持していますが、果たしてそれが正当化できるのかについては疑問が残ります。

次のページでは、クレジット市場に関するロベコの最新見解と、今後の見通しを示します。

OUTLOOK 2026 年 3 月

機関投資家向け



Matthew Jackson
投資適格債



Sander Bus
ハイイールド

“すべての企業調査においてAIによるリスクと機会をスクリーニング”

ファンダメンタルズ

湾岸戦争によりホルムズ海峡がほぼ閉鎖された結果、世界の原油・LNG 供給の 15~20%が市場から失われ、欧州とアジアでは急激な価格上昇が生じています。アジアはエネルギー輸入の約 80%を湾岸地域に依存しているため、特に影響を受けやすい状況にあります。また、この紛争の継続期間は依然として大きな不確実性を伴っており、現時点では早期解決の可能性は低いと見ています。今回のショックはインフレ要因であり、ロシアによるウクライナ侵攻後に起きた 2022 年のガス価格急騰を想起させます。しかし、2022 年当時とは異なり、今回は各国中央銀行が同様の緊急性や規模で対応するとは見込んでいません。詳細については、グローバル・マクロ・チームによる「アウトルック 2026 年 3 月フラッシュバックー蘇る記憶」をご参照ください。

紛争が発生する前、先行指標は米国の GDP 成長率がトレンドに近い 2%前後で推移することを示していました。データセンター関連の設備投資は依然として重要な成長ドライバーですが、その押し上げ効果の一部は、テクノロジー関連製品の輸入を通じて海外へ流れています。中小企業の投資意欲は引き続き低調であり、米国の消費者が現在の支出ペースを維持できるかどうか不明です。

消費は実質賃金の伸びを上回るペースで拡大している一方、貯蓄率は持続不可能なほど低い水準まで低下しています。労働市場がさらに弱含む場合、家計は予防的な貯蓄に傾きやすくなり、消費には下押し圧力がかかる可能性があります。民間部門の雇用増加はすでにマイナスに転じており、医療分野だけが引き続き雇用を増やしている状況です。これまでのところ、堅調な株式市場による資産効果が支出を支えてきましたが、株価の大幅な調整や燃料価格のさらなる上昇が起これば、家計には速やかに重荷となるでしょう。

“ディスラプションが広がる市場では、模倣が難しく、より代替の困難な資産こそがレジリエンスの源泉”

原油価格の上昇は、世界的にインフレを押し上げ、成長を押し下げていますが、その影響は地域によって不均一です。欧州とアジアが最も影響を受けやすい状況にあります。欧州は、米国の景気を支えているテック関連の設備投資という追い風を享受していませんが、防衛やインフラへの財政支出がようやくデータに表れ始めており、エネルギーショックを和らげるタイミングで出てきています。ECB は難しい選択を迫られています。エネルギー価格が高止まりすれば、タカ派寄りへのシフトや、6 月までの利上げの可能性も排除できません。これに対し FRB(米連邦準備制度)は、原油ショックを一時的要因として受け流しつつ、緩和姿勢を維持する圧力にさらされており、2026 年後半の利下げが依然としてメインシナリオとなっています。

アジアは中東エネルギーへの依存度が極めて高いため、最もリスクに晒されており、すでに複数の国でガスの供給制限が始まっています。紛争前、エマージング市場のファンダメンタルズとテクニカルは、純発行量の低さ、堅調な需要、より健全なバランスシートに支えられて改善基調にありました。しかし今回の戦争は、エネルギー輸入国に新たな脆弱性をもたらしています。

AI は依然として、生産性を高める一方でビジネスモデルを揺さぶる存在でもあります。AI による効率化が一部企業のマージンを押し上げる一方で、特にソフトウェアやビジネスサービスの分野では、競争圧力や価格圧力がさらに強まっています。当社では、企業調査において AI に関連するリスクと機会の双方を体系的にスクリーニングしています。

こうした脆弱性が最も集中しているのが、プライベート・クレジット市場です。事業モデルに課題を抱えつつ高いレバレッジをかけた企業がこの分野の大部分を占めており、多くの企業ではエクイティクッションが縮小しています。リファイナンスは一段と困難になっており、当社は債務再編の増加を見込んでいます。これらのローンにエクスポージャーを持つレバレッジド・ビークルである米国 BDC (Business Development Companies) はすでにストレス下にあり、資金流出にも直面しています。注目すべき点として、シングル B 格付けのクレジット全体の約 81% が、資金調達をプライベート・クレジットやレバレッジドローン市場に依存しています。これらの資金チャネルがさらに引き締まる場合、パブリック市場や銀行を通じて代替の資金を確保することは極めて難しくなるでしょう。

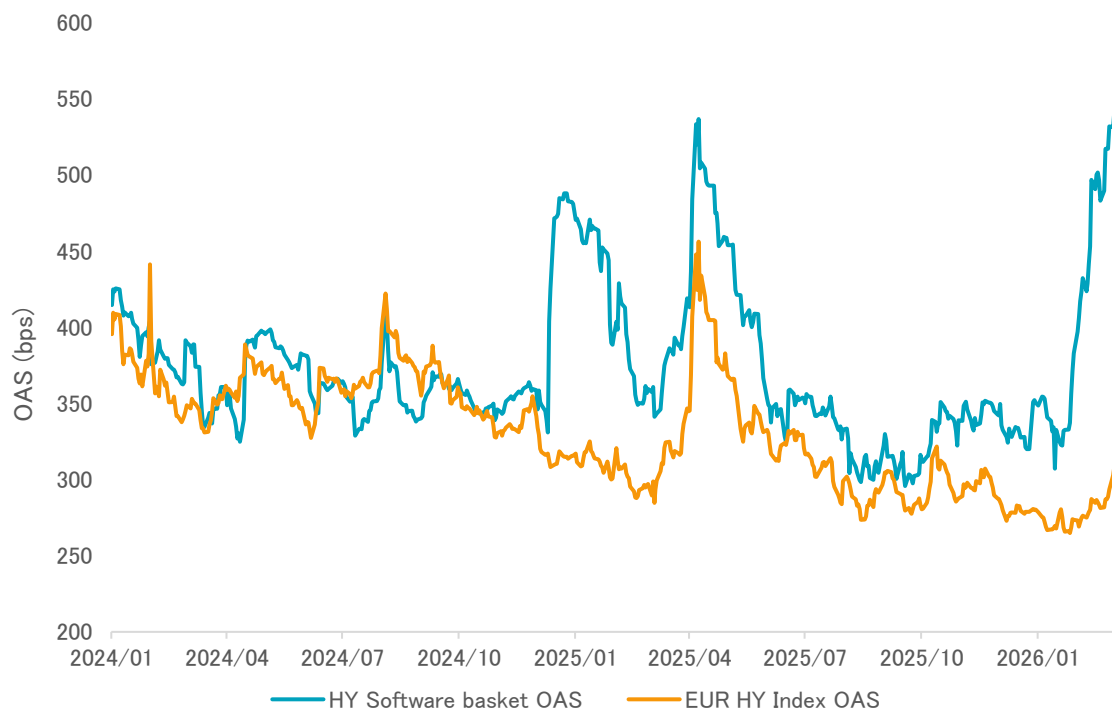
バリュエーション

クレジットスプレッドは拡大しているものの、プライベート・クレジットや金利市場、さらには地政学ショックなど、他の市場で見られる混乱を踏まえると、当社が想定していたほどには広がっていません。現在のクレジット市場は、コモディティ供給が深刻に混乱する確率を驚くほど低く織り込んでいます。iTraxx Main が約 60bps という水準は、概ね「1 か月程度の供給混乱」に対応するものであり、複数月にわたる供給ショックの確率をわずかに 10~15% 程度に見積もっていることを示唆しています。

こうした環境下において、当社は依然としてバリュエーションを魅力的とは見ていません。クレジットの価値判断における主要指標は引き続きクレジットスプレッド、すなわち「社債利回りと国債利回りとの差」です。利回りは確かに魅力的に映り、実際にフローを動かしていますが、単独ではクレジットの投資妙味を測る指標としては不十分です。現在のクレジット市場では、一部の投資家が利回りをより重視する傾向が強まっており、そのことがマクロや地政学リスクの高まりにもかかわらず、スプレッドがタイトにとどまっている理由の一つと考えられます。

表面上は落ち着いて見えるものの、水面下ではディスパージョン(銘柄間のばらつき)とスプレッドの拡大が進行しています。ハイイールドの弱さはますますセクター固有の動きとなっており、AI に関連するディスラプションが、ソフトウェア分野のアンダーパフォーマンスの中心的な要因になっています。ユーロ建てのソフトウェア関連シングル B は大きくワイド化している一方で、エネルギーへのエクスポージャーを持つドル建てシングル B は比較的底堅い動きとなっています。高格付け帯では、投資適格のクレジットスプレッドは歴史的にみてもタイトな水準を維持していますが、ハイイールド市場では EUR と USD の双方でクレジットスプレッドの拡大が確認され始めています。

図1 - ハイイールド・ソフトウェア・バスケットのクレジットスプレッド(HY)とユーロ建てハイイールドのクレジットスプレッド



出所: ロベコ、ブルームバーグ。2026年3月現在。

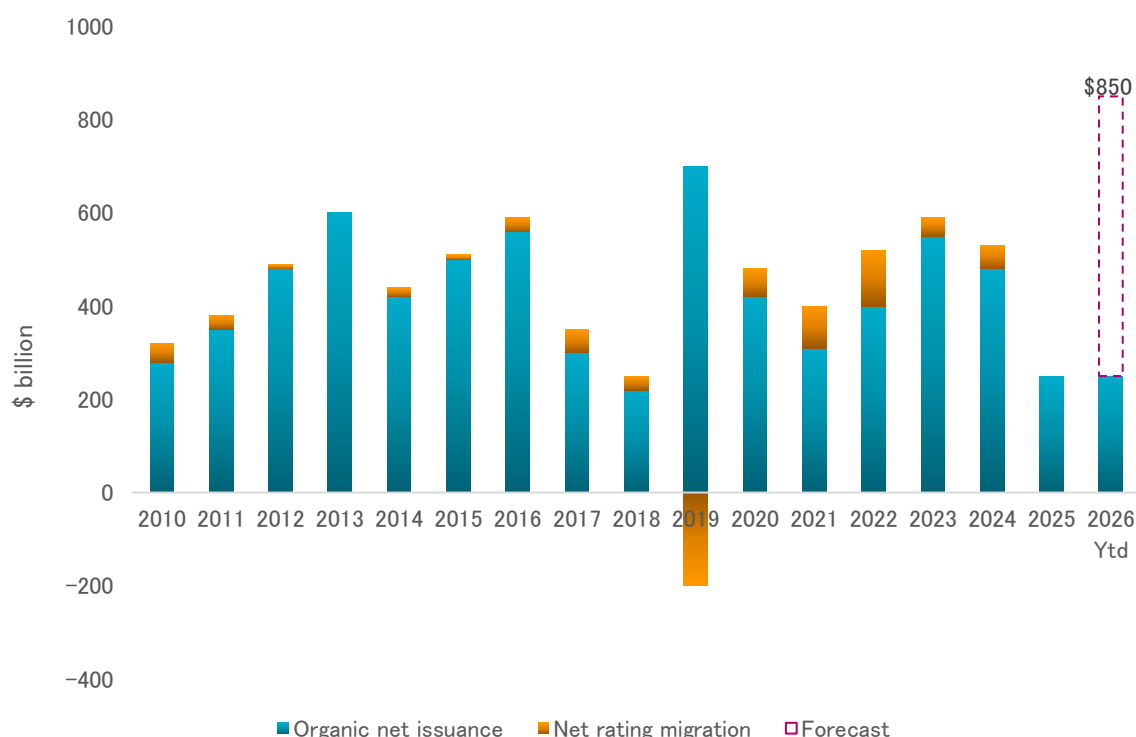
地域ごとのバリュエーション動向は依然として微妙な差異を伴っています。イラン関連のエネルギーショックを機械的に読めば、欧州は回避すべきと結論づけたいくなります。しかし、その判断は紛争の継続期間に大きく左右されます。紛争が数週間で終息するのであれば、欧州はアウトパフォームする可能性が高いでしょう。一方で、プライベート・クレジットのストレス、AIによるビジネスモデルのリスク、そしてデータセンター関連の大量発行といった米国固有の要因が、欧州よりも米国のバリュエーションにより大きな圧力をかけ続けています。

総じて、現在のスプレッド水準は、幅広いリスクに対して依然として十分なクッションを提供していません。ただし、市場環境は急速に変化する可能性があり、無差別なリスクオフ局面が生じれば、より魅力的な投資機会をもたらすような歪みが発生する可能性があります。そのような機会が到来した場合には、当社はリスクを積み増す準備を整えています。

テクニカル要因

投資適格市場では、新規発行が例年に比べて極めて活発になっています。ハイパースケーラー（大規模クラウド事業者）の設備投資計画は構造的に上方修正されており、Big Five（米大手テック5社）の2026年の支出見通しは従来予測の5,600億米ドルから7,000億米ドル超へと引き上げられました。この上方修正は、社債供給の増加に直接つながっています。ポジティブな点として、今年のハイパースケーラーによる発行の大半はすでに完了しており、強い需要を確保するため発行体は十分な新発プレミアムを提示しています。また、M&Aや自社株買いの資金調達に関連した発行も増加しており、複数の数十億ドル規模の大型案件が市場に出ています。これらのジャンボディールは、適切なコンセッションを伴って投資家から大きな注文を集めました。その一方で、セカンダリー市場にはテクニカルな要因として一時的な重しとなっています。

図 2 - 年間の米ドル建て投資適格債のネット発行額



出所: ブルームバーグ、ゴールドマンサックス グローバルインベストメントリサーチ。2026年3月現在。

プライベート・クレジットにおけるストレスは、より深刻な懸念材料になりつつあります。この市場は、AIによるディスラプションに脆弱なセクターへのエクスポージャーが大きく、BDCの資産バリュエーションをめぐる不透明感も依然として高い状況です。格付機関は格付調整の対応が遅れていますが、市場はすでに反応しており、無担保のBDC債は1月末以降46%ワイド化しており、クレジットのサブセグメントの中で最も大きな拡大となっています。さらに、BDCでは資金流出が継続しており、これが資産の質の懸念を上回る、より直接的かつ差し迫ったプレッシャーとなっています。

こうした混乱が続く中でも、パブリック・クレジット市場でのリスク回避姿勢は極端な水準には至っていません。現時点では、リスクを積み増すにはまだ時期尚早であると考えます。ハイイールド市場では、米国と欧州の双方で顕著な資金流出が見られ、ローン商品やプライベート・クレジット・ビークルからも大規模な資金流出が続いています。一方で、投資適格には資金流入が継続しています。ハイイールド運用者の高いキャッシュ保有比率がこれまでの流出を吸収する一助となっており、ハイイールドから投資適格への資金の動きは、広範なリスクオフによる投げ売りというよりも、クオリティの高い資産へのローテーションが続いていることを示唆しています。

シンセティクス(CDXとiTraxx)は、マクロヘッジフローの影響でキャッシュをアンダーパフォームしています。一方で、市場関係者の声では、日本や台湾の投資家を含むグローバル投資家フローが、米国から欧州へとゆっくりとシフトしており、欧州市場の支援材料となっています。クレジット需要、とりわけ投資適格に対する需要は依然として強い状態が続いています。新規発行は引き続き非常に大きなオーダーブックを集めており、利回りを重視する投資家も積極的に動いています。米国投資適格の利回りが依然として5%超で推移する中、不確実性が高まる局面でも、一部の投資家が需要を下支えし続けています。

ポジショニング

当社では、ポートフォリオのベータを概ね指数並みに維持しています。クレジットスプレッドは、当社がリスクを有意に積み増すには十分な拡大には至っておらず、湾岸地域での紛争が長期化し、かつ緊張が高まっている現状を踏まえると、現時点は「押し目買い」の環境ではありません。ベータをほぼ中立に保っていることから、アルファの創出は主として発行体選択によってもたらされる見通しです。

プライベート・クレジットへのエクスポージャーを抱えている米国の生命保険会社については、透明性の低さに加えストレスが高まっていることから、当社は慎重な姿勢を維持しています。BDCについては完全に回避しています。投資適格インデックスにおけるウエイトはごくわずかであるうえ、資産のバリュエーションの可視性が低く、スプレッド拡大の余地がさらにあると見ているためです。これに対して欧州の銀行については、相対的に安心して投資できると考えています。欧州の銀行は資本基盤が厚く、プライベート・クレジット関連リスクへのエクスポージャーも小さく、米国の同業比で見てもファンダメンタルズは依然として堅調です。

地域間のポジショニングは、必ずしも単純ではありません。湾岸地域の紛争だけを切り離して考えれば、欧州を回避すべきとの結論になりがちですが、この混乱がどれほど続くのかは極めて不確実です。同時に、プライベート・クレジットのストレス、AIによるビジネスモデル上の脆弱性、データセンター関連の大量発行といった米国固有の圧力が、欧州よりも米国のクレジット市場により大きな重しとなっています。こうした状況を踏まえ、当社は地域ごとにバランスを取りつつ、選別的なスタンスを維持しています。

ハイパースケーラーの社債では、新発プレミアムの高さが投資適格における投資機会を生んでおり、当社は選別的に参加しています。一方、ハイイールドについては、AIによるディスラプションがもたらすリスクの高まりを踏まえ、慎重な姿勢を維持しています。当社が注目しているのは HALO (Hard Assets, Low Obsolescence) 企業であり、特に紙、金属、鉱業、重要インフラといったセクターに焦点を当てています。ハイイールドでは BB 格のオーバーウェイトを維持し、金融を選好する一方、ソフトウェアはアンダーウェイトとしています。エマージング市場クレジットでは、バリュエーションのばらつきが広がり、クオリティの差別化がより重要となる中、B 格よりも BB 格を選好しています。

表 1 - 現在のポジション

	Constructive	Neutral	Cautious
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			●
新興国		●	

出所: ロベコ、2026 年 3 月

謝辞: 本アウトlookの作成にあたり、Steve Caprio (Deutsche Bank)、Peter Troisi (Barclays)、Aniket Shah (Jefferies)、そして社内プレゼンターである Rikkert Scholten と Martin van Vliet の皆様には、貴重なご協力を賜りました。ここに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.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 資産運用業協会