

クレジット四半期アウトルック

# ポリアンナとカサンドラが 会うとき

- ファンダメンタルズが底堅さを示す中で金融政策はタカ派寄りにシフト
- クレジットスプレッドの縮小は実態を覆い隠す
- バリュエーションはリスク・リターンの非対称性の観点で魅力の乏しい水準

年初来のクレジットのパフォーマンスは、表面的には驚異的としか言いようがありません。プライベート・クレジットをめぐる神経質な展開、AI ディスラプションに対する懸念、地政学情勢の混乱といった問題に対しても、クレジット市場は実質的にほとんど懸念を示していません。さまざまな波乱要因が存在する中でも、ほとんどの領域において、スプレッドはここ数年で最もタイトな水準近辺で4~6月期を終えようとしています。

今回のクレジット四半期アウトルック・セッションでは、多くのテーマについて幅広い意見の一致が見られました。その一方で、AI 導入の最終局面、地政学情勢、プライベート・クレジットなどのテーマでは見解が根本的に分かれ、「ポリアンナ」的な楽観論から、「カサンドラ」に類する差し迫った破局シナリオまで幅広く聞かれました。

AIに関する議論は、ロベコの視点では「100万ドルの価値がある問題」です。「1兆ドル」とさえ言えるかもしれません。AIは短期間で広範に普及し、現在では日常生活に深く浸透しています。革新的なテクノロジーであることに異論の余地はほとんどありませんが、巨額の投資は実際に成果を上げるのでしょうか。その結論をこの場で出すことは不可能であり、また、そのつもりもありません。現時点で実務的に有益なストーリーは、AIのエコシステム内部でばらつきが拡大していることであり、多くの人が好んで位置づけるような「ブームか破局か」という二元論ではありません。

今回の四半期アウトルックでは、クレジット市場のファンダメンタルズ、テクニカル要因、バリュエーションに関するロベコの最新の見解と、そうした要因が下期以降のポジショニングにどのような意味を持つかについて、ポリアンナとカサンドラ\*の知見を参考にしつつ、概要を提示します。

OUTLOOK 2026 年 6 月

機関投資家向け



**Matthew Jackson**  
投資適格債



**Sander Bus**  
ハイイールド

\* **カサンドラ**はギリシャ神話の登場人物で、予知能力を授かったものの、正しい警告を発しても誰にも信じてもらえないという運命を背負った。対照的に、**ポリアンナ**は本能的な楽観主義の象徴として、リスクが顕在化していても物事はうまくいくという信念を体現する存在である。このレポートでは、足元のクレジット市場に広がるテンションの枠組みを捉えるため、この2人の架空の人物を登場させる。

### ファンダメンタルズ

**ポリアンナ**:「ソフトランディングが進行している。原油価格は急激に下落し、インフレ率は政策目標に戻る見通しである。実質金利はプラスの水準ながら許容範囲内であり、設備投資サイクルが下支え要因となっている。景気後退はまったく視野に入っていない。」

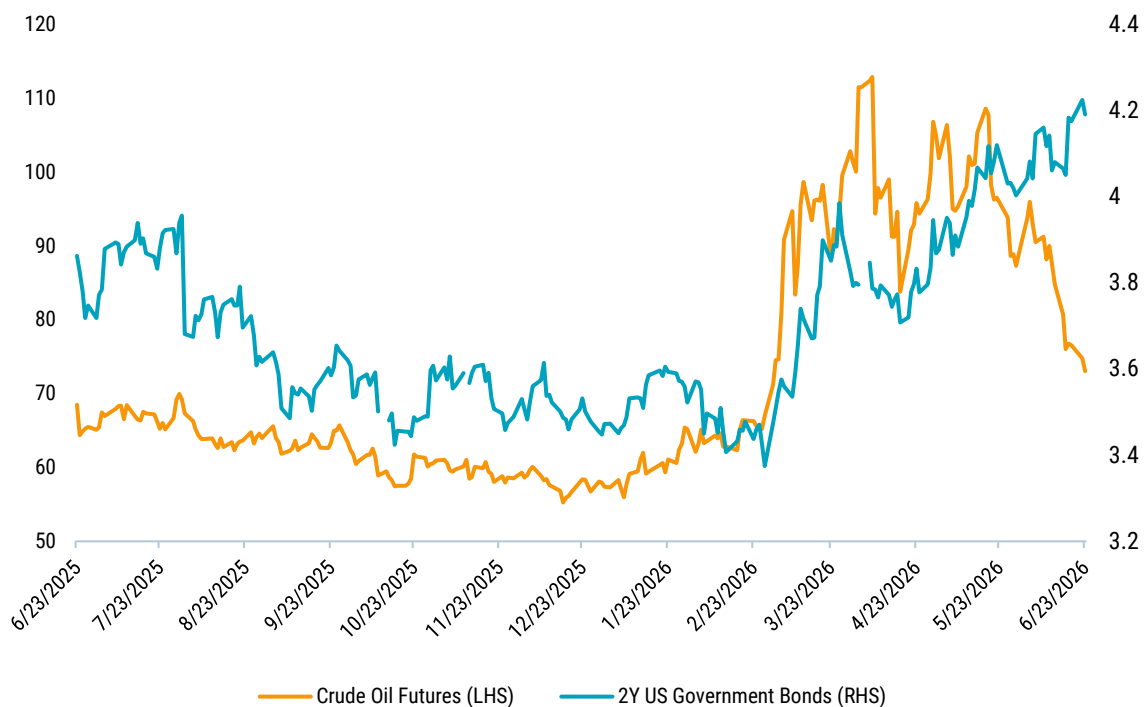
**カサンドラ**:「極めて楽観的なソフトランディング・シナリオが織り込まれている。サービス価格インフレの高止まり、経済成長に対する懸念、新たな地政学的ショックなど、シナリオからいかなる形で逸脱が生じても、金利とクレジットの両面からリプライシングが進むことになる。バッファーは存在しない。」

経済成長の全体像は、2~3月頃の報道等が示唆していたよりも持ちこたえています。米連邦準備制度理事会(FRB)が6月に公表した経済見通しによると、米国経済は「堅調なペースで」拡大を続け、失業率は4.3%近辺で安定、今年の実質GDP成長率は従来の予想を小幅に下回る2.2%に達すると予想されています。これに対してユーロ圏は比較的厳しい状況にあり、イラン戦争がエネルギー・コスト、景況感、実質所得に与える影響が大きく、今年の実質GDP成長見通しは0.8%近辺に下方修正されています。また、英国と日本は米欧の中間に位置づけられ、両国とも景気拡大局面にある一方で、足元で焦点は経済成長よりもインフレにシフトしています。年初来、インフレの動向こそが最大のサプライズだったと考えられます。

米国では、消費者物価指数(CPI)の総合指数が4%を超える水準に押し戻される一方で、コア指数は3%近辺で推移しています。要因はホルムズ海峡封鎖に伴うエネルギー価格の上昇だけでなく、関税政策の影響、サービス価格インフレの高止まり、堅調な労働市場環境も関係しています。新体制に変わったFRBが、インフレ動向の変化を受けて政策声明文から緩和バイアスの文言を完全に削除したことで、2月までは利下げの見通しが織り込まれていた先物価格に、相応に高い確率での年内の利上げが織り込まれるようになっていきます。

ユーロ圏では、欧州中央銀行(ECB)が6月の政策理事会において、イラン戦争が物価を押し上げる影響に明示的に言及しつつ、2023年以降初となる利上げを決定しました。また、日本でも、ECBによる利上げの数日後に、日本銀行が昨年秋以降3回目となる25bpの利上げを実施しています。クレジットの投資家にとって、経済成長が減速する中で主要な中央銀行が引き締めを進める状況は、しばらく経験したことがないものですが、原油価格とインフレ期待の急激な低下を踏まえると、中央銀行のスタンスが変わるのはそう遠くないかもしれません(図1参照)。

図1 - 原油先物価格と米国債利回り(2年)の推移



出所:ブルームバーグ。2026年6月現在。

引き続き、中東情勢が短期的なセンチメントの重要な決定要因になると見られます。最近ではおおむね前向きな動きが続いているとはいえ、一連のイベントを過去のものとして断定するには無理があります。米国とイランの間で覚書が署名されたことで、敵対関係は一段と緩和され、原油の海上輸送も回復しているものの、この平穏は脆弱性を内包しています。両サイドの立場には、重要な問題において大きな隔たりが残り、持続的な平和の実現に向けて、すべての当事者が米国の優先順位(選挙対策や金融市場のパフォーマンスなど)を共有しているわけではありません。

一方で、企業財務に注目すると、全体としては比較的良好な状態が保たれています。投資適格、非投資適格いずれの領域においても、財務レバレッジ、カバレッジレシオ、利益率に広範な悪化の兆しは確認されていませんが、全体の平均が個別の大きなばらつきを覆い隠す構図が、通常以上に見られます。引き続き、最大のテーマは、継続的な資金調達動きを含む AI 関連の動向になります。2025年のハイパースケーラー(大規模クラウド事業者)の社債発行額は約1,210億ドルとなり、直近5年間の平均を4倍以上上回る水準となりました。また、2026年の発行見通しはすでに複数回上方修正され、最大手5社の合計で年間2,000億ドル近くに達するとの推計も見受けられます。

### 「現時点で実務的に有益なストーリーは、AIのエコシステム内部でばらつきが拡大していることです」

米ドル建て投資適格債の主要ベンチマークに占める Meta、Alphabet、Amazon、Oracle 4銘柄の合計構成比率は、この1年で約2倍に拡大しています。現時点では、2000年のような投機的なバブルとは異なり、実体を伴う収益ストリームの増加を支える強固なバランスシートが維持されているため、ロベコでは、これを空虚なサイクルと位置づけることには慎重なスタンスです。もっとも、AIのエコシステム内部に存在するばらつきは、AIというテーマそれ自体よりも、興味深いストーリーとなりつつあります。

信用力の低い領域に目を向けると、データセンター建設に関連するクロスオーバー（投資適格と非投資適格の中間）格付けや非投資適格格付けの銘柄の場合、レバレッジの高さと実行リスクが判断材料に加わることで、失敗の余地が小さくなることが示されています。ビットコインのマイニング企業が AI インフラの提供企業に転じたケースなどは、特に典型的と言えるでしょう。

また、プライベート・クレジットや上場 BDC（ビジネス・デベロップメント・カンパニー）のセクターは、引き続きばらつきを拡大させる第 2 の関連要因となっています。このセクターでは、AI の問題は支援材料ではなく構造的な脅威であり、ソフトウェア企業がその震源に位置づけられます。BDC のポートフォリオに占めるテクノロジー銘柄の割合は 4 分の 1 程度であり、これにビジネスサービス銘柄が加わります。ソフトウェア・セクターの中でも、特にリスクが高い企業に対するエクスポージャーは当初の懸念より小さいと見られるものの、リスク中位のグループは大きなウェイトを占めます。

具体的なデータにも変化が確認されています。1～3 月期には、格付けが付与された BDC の純資産価額（NAV）は平均的に低下し、また、相応の数の BDC が配当を削減したことに加え、セクターの格付け見通しは悪化しています。いずれもシステミックな動きには見えませんが、この資産クラスは実際のサイクルを通じたストレステストをほとんど受けず、急速な拡大を遂げたため、スプレッドがタイトな時期に組成された案件にとって、金利上昇局面の長期化と収益化ペースの鈍化は好まざる組み合わせとなります。また、BDC の社債スプレッドが急速に縮小する一方で、株価が伸び悩む最近の現象は、やや不整合と見られます（図 2 参照）。

一方、引き続き、新興国の企業セクターは比較的健全と見られます。バリュエーションの水準に失敗の余地はほとんど存在しないものの、財務レバレッジは低く、格付けアクションは格上げ方向におおむね傾斜しています。

**「クレジットの投資家にとって、経済成長が減速する中で主要な中央銀行が引き締めを進める状況は、しばらく経験したことがないものです」**

図 2 - BDC のバリュエーション(スプレッドおよび株価)



出所:ブルームバーグ。2026年6月現在。

### テクニカル要因

**ポリアンナ:**「テクニカル要因は非常に堅調である。投資資金の流入が堅調な中で実質的な供給不足が生じ、加えて、利回りの魅力を背景に新規投資家が参入している。この流れに逆らうべきではない。」

**カサンドラ:**「ファンダメンタルズ面で正当化する根拠を失った強気筋が、最後の抛り所とするのがテクニカル要因である。資金フローは反転するものである。センチメントが変わると、スプレッドよりも利回りの水準に敏感な年金基金や保険会社などの買い手は、単純に投資を見送るであろう。そして買い手がなくなるだろう。」

イラン戦争の影響でボラティリティが最悪の水準にあった局面でも、テクニカル要因に支えられた旺盛な需要が、クレジットの主な支援材料となりました。全体の構図は明快であり、足元で自己強的に作用しています。利回りの上昇に伴い、利回り重視型の投資家の動き、すなわち欧州における固定満期型ファンドによる投資や、米国における年金商品への投資や年金リスク削減の動きが後押しされる一方で、調達コストの増加を受けて発行体の調達ニーズは後退し(AI関連を除く)、供給は抑制されています。また、戦争の影響によりボラティリティが上昇する環境において、イールドカーブの短期ゾーンはフラットニングせず、むしろスティーピングしているため、社債は預金よりもはるかに魅力的な投資対象となり、リテール層の短期ゾーンへの資金フローは堅調に推移しています。短期ゾーンへの買いは、持続する限り、市場全体の変動を抑制する役割を果たします。

下期に向けては、供給の動向がより重要なテーマになります。具体的には、市場がプレミアムの上乗せを必要とせずに、どの程度のボリュームを吸収できるかが焦点となります。米ドル建て投資適格債の発行額は記録的な水準で推移していますが(グロス・ベース)、今年の発行見通しは再び上方修正され、2兆ドルとされています。ネット・ベースの水準は一段と際立ち、1兆ドル相当の償還と多額のクーポン収入の再投資分を勘案しても、「実質的なネット供給額」は2020年以降で最も高い水準に達する見通しです。一部では、昨年のほぼ3倍の4,100億ドル近くになるとの見方も存在します。資金用途として勢いを増しているのが

M&A(合併と買収)であり、ヘルスケア、資本財、消費財など幅広いセクターにおいて発表されている、大型のパイプライン案件の資金調達はいまだ完了していません。こうした中で、限界的な買い手が価格水準に敏感になり始める、初期の兆候が見られます。例えば、新規発行プレミアムの縮小が止まる一方で、ディーラーの10年ゾーンの在庫は緩やかな増加傾向にあります。また、利回りを大きく犠牲にせずにモーゲージ債や米国債へ容易に入れ替えられる状況が、割安な投資のタイミングを待つ間の手軽な待機手段を投資家に提供しています。ロベコはこれを、相当数のアクティブ運用会社が、現在のスプレッド水準を一種のフロアと認識している証左であると解釈しています。

米ドル建て債券の長期ゾーンは、供給のダイナミクスが通常以上に二極化しているため、特に注目に値します。ハイパースケーラーは、他の発行体が長期ゾーンの発行を手控える中で、その年限では他通貨建ての発行が容易でないという事情もあって、米ドル建て長期債の発行を重点的に進めています。その結果、この1年でハイパースケーラー銘柄のスプレッドカーブが実際にスティーピングする一方で、それ以外の銘柄のカーブは、タームプレミアムがほぼ消滅するほどフラットニングしています。長期ゾーンの恒常的な買い手である米国の生命保険会社は、これまでにハイパースケーラー銘柄に対するスタンスを「アンダーウエイト」からおおむね「ニュートラル」に引き上げているため、データセンター関連の起債の継続が見込まれる中、さらに投資を積極化させるインセンティブは乏しい状況です。このため、スプレッドカーブを現状からフラットニングさせるような、明確な需要の源泉はほとんど見込まれていません。

最近では、資金調達の構成に株式を加えるという前向きな動きが見られ、最大手ハイパースケーラー数社は大規模なライツイシュー(新株予約権無償割当)を実施済みであるか、あるいは計画を進めています。このような動きは、公募債市場における需給逼迫の緩和に、ある程度つながる可能性があります。もっとも、次回の設備投資見通しの大幅な上方修正時の影響を、和らげるだけにとどまるかもしれません。

ひとつ明確にしておく、AIブームはハイパースケーラーに関連するものだけではありません。データセンター向けの需要は、記録的水準の送電網投資を促すとともに、米国の公益事業セクターにおいて第二の構造的な供給の波を生じさせています。公益企業は成長資金の調達に関連して格付けを維持するために、大規模なハイブリッド債の発行を進めています。また、最近の現象として、投資適格、非投資適格いずれの領域においても、SPV(特別目的事業体)を活用したプロジェクトファイナンス形式の案件が急増しています。大規模な案件も多く、市場全体と比べてスプレッドの厚みが期待される一方で、仕組みは相応に複雑なものとなります。

ロベコは以前から、グローバルなクレジット市場における「さらなるグローバル化の進展」というテーマを強調してきました。米ドル建てとユーロ建ての起債が依然として圧倒的多数を占める一方で、注目に値する動きとして、スイス・フラン、スウェーデン・クローナ、オーストラリア・ドル、カナダ・ドルなどの通貨建ての起債は、発行頻度、発行額、発行体の多様性のいずれの面でも拡大基調が続いています。

## バリュエーション

**ポリアンナ:**「スプレッドがタイトであるのは、ファンダメンタルズによって正当化されるからである。市場は慢心しているわけではなく、選別的な姿勢を維持している。」

**カサンドラ:**「スプレッドがタイトであるのは、需要過多の影響であり、信用力を反映した動きではなく、リスクの対価は十分に得られていない。」

ロベコが具体的な形で警戒しているのは、バリュエーションの水準です。具体的に見ると、米ドル建て投資適格債のスプレッドは、イラン戦争の期間中でも小幅な拡大にとどまり、その後、年初来最もタイトな水準を数ベースポイント上回る程度まで戻っています。これは、1990年代半ば以降でも特にタイトな水準に相当します。クレジットリスクの対価がこれほど小さい状況は稀であり、グローバル投資適格債の利回りに占めるスプレッドの割合は、世界金融危機の発生直前以降で最も低い16%程度にとどまります(図3参照)。

このような状況は、スプレッドではなく利回りを基準とする多くの投資家にとっては、必ずしも投資の阻害要因になりません。5%台後半~6%のクーポン水準は絶対水準として魅力的であり、買い手の参入を促しています。もっとも、国債対比のスプレッドをより明確なバリュエーションの指標と位置づける立場では、企業リスクを取

得する対価が極めて小さい市場環境であり、国の信用力悪化はそれを十分に正当化するものではない、というのがロベコの見解になります。

投資適格債の市場では、BBB 格と A 格のスプレッド格差が、2010 年以降で最も小さい水準まで縮小しています。この状況は、クオリティ重視のポジショニングの正当性を補強する一方で、スプレッド格差が直ちに拡大に転じる可能性が高くない点については、認識しています。BBB 格のインデックス構成比率の構造的な低下には、それ自体は格付け上位のハイパーグレーダーによる起債の副産物という側面があり、純粋なテクニカル要因として、バリュエーション単独で示唆される以上に、格差の縮小状態が長期化する可能性があります。ロベコでは、クオリティ重視の方針は、方向性に明確な確信を持った予想ではなく、割安な保険として捉えるべきと考えています。

図 3 - グローバル投資適格債の利回りに対するスプレッドの割合



出所:ブルームバーグ。2026年6月現在。

ハイイールド市場の構図も同様ですが、ばらつきはさらに拡大しています。ボラティリティの上昇局面で拡大したクレジットスプレッドは、その後緩やかな縮小傾向をたどっているものの、インデックスが表す平均値は、二極化が進む実態を覆い隠しています。すなわち、格付け上位の銘柄にほぼ完璧な前提条件が織り込まれる一方で、分布のテール部分のストレスは、CCC 格、ソフトウェア銘柄、プライベート・クレジット関連銘柄に集中しています。テールの領域を回避しつつ、ベンチマーク並みのスプレッドを狙うのは、本質的に難しくなっています。

ロベコが妥当性を認める反対意見として、歴史的にインフレと利回りが上昇する環境では、格差縮小の見通しが奏功してきたという指摘があります。格付け低位の債券は、実質利回りがプラスを維持する数少ない

選択肢であり、インフレの粘着性が高い環境を乗り越えるカギを握るのは、格付けが低い一方で価格決定力が高い銘柄であるという主張にも、一定の合理性があります。ロベコはこの主張に否定的なわけではありませんが、ベータそのものを目的とするポジショニングは避け、投入コストを転嫁する能力が実証されたファンダメンタルズ的にディフェンシブな銘柄を対象にすべきと考えます。事実として、歴史的に、スプレッドが足元の水準まで縮小した局面では、その後1~2年はクレジット部分に起因する超過リターンが低調となりやすく、相対的に魅力に乏しい傾向が見られます。エネルギー価格主導のインフレ・ショックが進行し、中央銀行が足並みを揃えてタカ派寄りに転換する環境において、リスク・リターン特性は明らかに歪んでいます。

### ポジショニング

ロベコはベースケースとして、テクニカル面での追い風が弱まる状況に市場が徐々に順応する過程で、急激な調整ではなく、スプレッドが緩やかかつ秩序的に拡大する展開を引き続き予想しています。もっとも、エントリー・バリュエーションがリスク・リターンの非対称性の観点で魅力の乏しい水準で推移しているため、運用戦略全体でクレジット・ベータを引き続き保守的な水準に抑えています。また、リスクの削減については、遅れるよりも早い段階で実施することを優先しています。その結果、スプレッドのさらなる縮小を見込む強気な見方とは、立場を異にする可能性があることも認識しています。短期的にタイトニングが進みやすい地合いであるとの見方には同意するものの、方向性の予測が正しくとも非対称性の読み違いが生じた場合、アップサイドが限定的でダウンサイドが大きい資産クラスでは、その代償は大きくなると考えます。

セクター別に見ると、銀行セクターに対する強気の姿勢を変えていません。自己資本と保有資産の質に関する指標は底堅く推移し、非金融セクターと比べて供給のダイナミクスが安定的であり、また、問題を抱えるプライベート・クレジットに対する直接的なエクスポージャーは、マイナス要因となるほど大きくありません。キャピタル・ストラクチャー（資本構成）の中では、シニアと非優先シニア（senior non-preferred）の投資妙味が依然として最も高いと見ています。これより下位の投資機会では、スプレッドの縮小が進み、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。

非金融セクターでは、テクノロジーおよびAI周辺のクレジットに対して慎重であり、選別的な姿勢を強めています。信用力が最も高いハイパースケーラーについては、現在の格付け水準に対して一定のプレミアムが上乘せされています。AIのテーマに関する確信的な見通しは、バランスシートの健全性が最も高い銘柄を通じて具体化したいと考えています。また、今年のハイパースケーラーによる起債の大半が完了したとする、合理的な見方も存在します。反対に、相対的に信用力が低くレバレッジが高い、データセンターおよびソフトウェア周辺銘柄は、ダウンサイド・リスクが非対称的であるため、回避する方針です。レバレッジド・ファイナンスの領域では、AIディスラプションの脅威は緩やかに進行し時間的余裕を伴うことと、反対に時間的余裕のない構造的な変化の方向性を区別すべきと考えます。一方で、ローン市場では、大規模なリファイナンス圧力の顕在化は2028年以降になるとはいえ、ソフトウェア向けエクスポージャーの高さが本質的な脆弱性を構成しています。

4~6月期に見られたスプレッドの力強い回復を受けて、BDCやプライベート・エクイティ傘下の保険プラットフォームを含むプライベート・クレジット関連銘柄に対して、慎重な姿勢を据え置きます。バリュエーション、利益水準、格付けに対する下押し圧力は、スプレッドに十分に織り込まれるようになるまで、さらに持続すると予想しています。その一方で、景気循環に左右されやすい資本財セクターよりも、持続的な需要と価格決定力を有するディフェンシブなセクターを、引き続き選好しています。また、スプレッド水準がタイトで、供給が構造的に増加傾向にあるセクターには警戒しています。

地域別に見ると、米ドル建てクレジットをアンダーウェイトとする一方で、ユーロ建てクレジットのオーバーウェイトを縮小した水準で据え置きます。また、投資適格の運用戦略では、長期債よりも短期債を引き続き選好しています。長期ゾーンでは、ハイパースケーラーによる起債と国債の発行が重なることで、テクニカル面でのサポート要因が弱い状況にあり、また、リスクの対価としてのタームプレミアムも最小限にとどまります。

ポリアンナとカサンドラはどのような状況でしょうか。お察しの通り、ポリアンナはリスク選好度が極めて高く、年初から、自らのベンチマークと比較対象グループを大幅にアウトパフォームしています。つい先日、巨額のボーナスをもらったところでした。一方、カサンドラは、リミットの上限までショート・ポジションを積み増し、苦戦を強いられています。いつか報われる日が来るかもしれませんが、それは明日とは限りません。

表 1 - 現在のポジション

	Constructive	Neutral	Cautious
Fundamentals		●	
Valuations			●
Technicals		●	
IG credit		●	
HY credit		●	
Financials	●		
Non-financials			●
Emerging		●	

出所: ロベコ、2026 年 6 月

謝辞: 本アウトルック作成にあたり、Andrew Sheets (Morgan Stanley), Michael Anderson (Citi), Jim Covello (Goldman Sachs)、社内プレゼンターである Daniel Ender、Rikkert Scholten、Rogier Hoogeveen、Frank Reynaerts の皆様には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