

オークツリー・クレジット四半期レポート： 2025 年 4-6 月期

それでも米国は「特別」なのか？

米国経済は、卓越した成長力と革新力、複数の構造的優位性を背景に、これまで際立った存在感を示してきました。金融市場においても、その支配的地位は揺るぎないものとなっています。しかし、今年に入り、米国例外主義は今後も続くのかという疑問の聲が高まっています。経済面での課題が複数浮上しつつある中で、グローバル・ポートフォリオ数多くでは米国資産が中核を占めていることを踏まえると、資産配分の見直しを検討する動きが出てきても不思議ではありません。

私たちは、依然として米国は特別であり、クレジット・ポートフォリオの中心的な役割を担う存在だと考えています。ただし、投資機会と運用体制が整っているという前提のもと、グローバルな分散投資の価値は引き続き高いと言えます。とりわけ、ハイールドなど非投資適格クレジットの分野において、米国は世界で最も深みある流動性の高い市場を有しており、大規模な資本投入が可能です。もっとも、欧州やアジアなどその他地域における魅力的な投資機会を無視すべきではありません。投資対象を広く見渡すことで、より優れたリスク・リターン特性を持つ資産を発掘する助けになります。

仮に米国の突出した優位性が今後低下した場合、その影響は株式市場でより顕著に現れると考えられます。S&P500 は史上最高値圏にあり、現在の株価水準は、持続的な経済成長と投資家が米国株に対して引き続き高いプレミアムを支払うことを前提としています。一方で、クレジットのスプレッドはややタイトであるものの、そのリターンは米国経済の飛躍的成長や技術革新に依存していません。企業が存続し続ければ、投資家は（現在高水準にある）契約上のインカムを受け取ることができるのです。

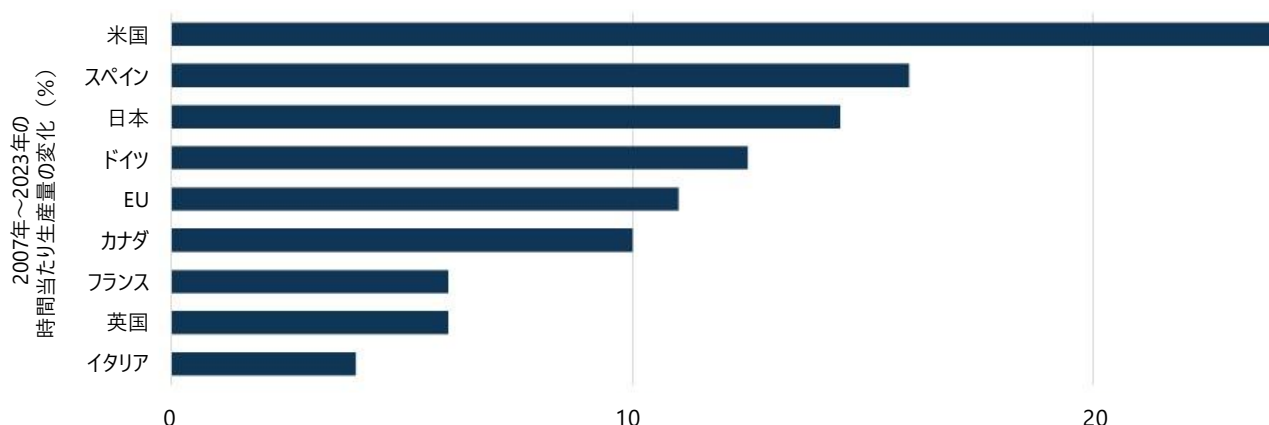
米国例外主義の基盤

たびたび論じられる米国の例外主義は、文字どおり例外的な現象と言えるでしょう。世界人口の僅か 5% にも満たない国が、グローバル株式指数の約 65% を占めているのですから¹。世界金融危機後の低迷期を経て、米国の株式市場は力強い回復を遂げ、上場株式は史上最高値を更新。プライベート・エクイティ市場も劇的な拡大を見せました。これに伴い、レバレッジド・ファイナンス市場では前例のない規模の債務発行が進み、なかでもプライベート・クレジットは、いまや主流の資産クラスとして確固たる地位を築いています。

では、なぜ米国はここまで一貫した成長ストーリーを描いてこれたのでしょうか？ 以下はいくつかの主な要因です：

- 米ドルは長年にわたり、揺るぎない国際基軸通貨としての地位を維持しており、安定した海外需を背景に、(a) ドル建て債務借入コストは低下、そして (b) 大規模な財政赤字の受容を可能にしています。
- 米国は高い労働生産性を誇り、優秀な人材、起業家精神にあふれた文化、そしてテクノロジーの積極的な導入によってこれを支えています（図表 1 参照）。
- 米国の資本市場は、将来のユニコーン企業を生むベンチャー投資から、超大型 LBO 向けシニアローンに至るまで、幅広い分野に資金を供給しており、米国企業の急速な成長を後押ししています。さらに、米連邦準備制度（FRB）は、他のより慎重な中央銀行とは一線を画し、成長支援に重きを置く金融政策を実施してきました。

図表 1：米国における労働生産性の伸びは他国を上回る



出所：OECD、フィナンシャル・タイムズ（購買力平価換算、2020 年基準ドル／時間）

例外主義への疑念

一方で、米国例外主義に対する懐疑的な見方も広がりつつあり、米国の優位性を揺るがしかねない複数のリスクが指摘され始めています。その代表例が米ドルの下落で、今年上半期には 1973 年以来最悪のパフォーマンスを記録しています²。国内通貨安の影響については意見が分かれるものの、輸入コストの上昇からインフレ圧力が高まるというのが大半の見方です。加えて、急激なドル売りが進めば、リスク回避局面における「安全資産」としての米ドルの地位にも影を落としかねません。とはいえ、基軸通貨としての恩恵を失うことの影響は極めて大きいものの、現時点で米ドルに代わり得る「世界通貨」は存在しないというのが実情です。現在、米ドルは外国為替取引の約 88%に関与し、世界の外貨準備高の約 60%を占めており、他の通貨がこれに迫る兆しは見られていません³。

以下は、その他マクロ経済面の逆風です：

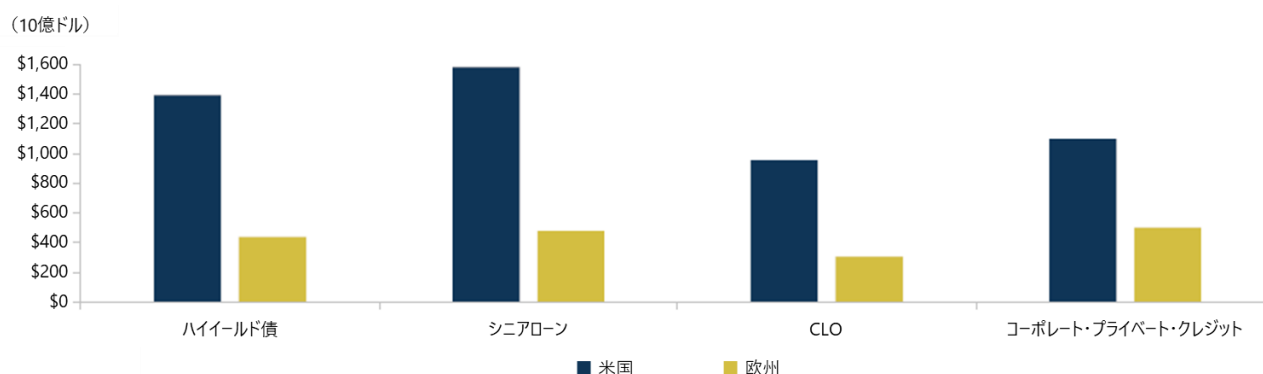
- 米国経済は、非常に裕福な一部の層と、インフレ圧力にさらされる一般消費者との間で二極化が進んでおり、低所得層の家計は一段と逼迫しています。不動産価格の上昇によって、住宅所有者は「資産価値の増加」というかたちで帳簿上の富を得ているものの、こうした資産は流動性に乏しく、米国経済を支える個人消費の下支えには至らないかもしれません。
- 景気が堅調な局面においても財政赤字への依存が続いたことで、高水準の財政赤字と累積債務の増大を招いており、2024 年の財政赤字は 1.8 兆ドルに達する見通しです⁴。これにより政府の利払い費が増大し、より生産的な支出の減少が懸念されます。
- 他国が急速に近代化を進め、技術面で優位な米国に追いつこうとする動きが加速する中、世界的な競争環境は一段と厳しさを増しています。

こうした懸念のいくつかは、最終的には現実とならず、推測的な議論にとどまる可能性もあります。米国経済は総じて健全であり、様々な潜在的リスクに対しても粘り強く対応を続けています。とはいえ、マクロ経済の行方を予測することは不可能であり、投資先の地域を問わず、引き続きファンダメンタルズに基づく分析を重視しつつ、リスク管理に焦点を置き、景気後退のサインを注視する姿勢が重要となります。

代替が限られる現実

マクロ経済面での潜在的なリスクが懸念されるとはいえ、一部の資産クラスにおいては、米国に代わる選択肢が限られるというのが実情です。オルタナティブ・クレジット投資においては、米国市場に匹敵する規模と流動性を備えた市場は他に存在しません。米国のハイイールド債とシニアローン市場は合わせて約 3 兆ドル規模、ストラクチャード・クレジットやプライベート・クレジット市場も非常に厚みがあります⁵（図表 2 参照）。このスケールは他地域を大きく上回っており、例えば米国ハイイールド債市場は、欧州市場の約 3 倍に相当します。市況は変化するものの、米国のレバレッジド・ファイナンス市場であれば、通常は迅速に資本を投入し、クーポン収入を確保することが可能な環境が整っています。

図表 2：米国の投資適格未満クレジット市場は圧倒的な規模を誇る⁶



出所：ICE、UBS、バンクオブアメリカ、ケンブリッジ・アソシエイツ

より幅広い投資機会

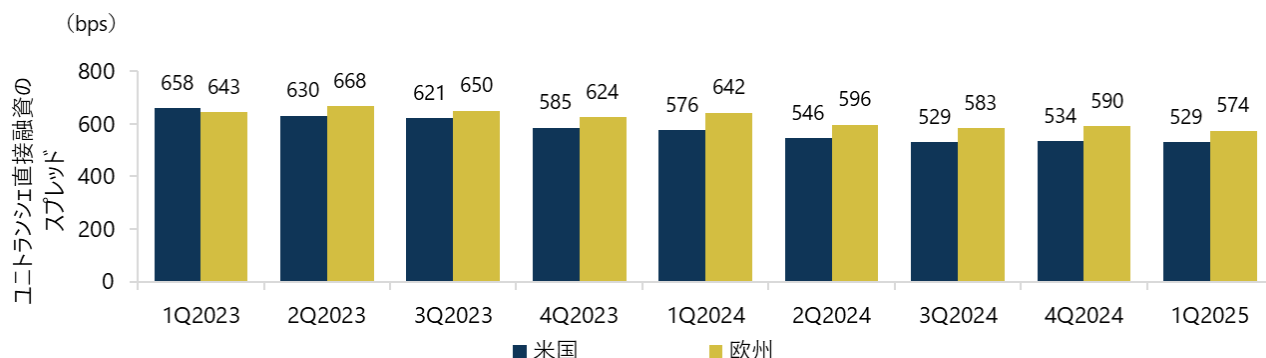
その規模を踏まえれば、米国市場がクレジットのグローバル・ポートフォリオの中心的存在であり続けるのは当然だといえますが、米国外にも有望な投資機会が存在すると当社は見ており、欧州はその代表的な例と言えるでしょう。GDP は米国の 29.2 兆ドルに対して 23.0 兆ドルと大差がない一方で、資本市場ははるかに小規模となっています⁷。

次は、欧州クレジット市場に関する当社の見方です：

- 非投資適格の高流動性クレジットは、**ヘッジ後利回りが魅力的でデフォルト懸念は限定的**です。欧州のハイイールド債、シニアローン、CLO 市場は米国と比較すると小さいものの、絶対的な規模としては十分な厚みを備えています。強固な買い手基盤というテクニカル面のサポートを受けており、足元で非常に魅力的な投資妙味を備えています。
- 米国よりもスプレッドが魅力的な、**幅広い直接融資の機会**（図表 3 参照）。欧州は歴史的に銀行主導の市場であったことから、従来の貸し手が後退する中で、オルタナティブのレンダーにとっては市場シェア拡大のチャンスです。マクロ経済面でのボラティリティにもかかわらず、欧州の発行市場は相対的に底堅く、2025 年前半に行われた直接融資は 220 億ユーロ超に上りました⁸。
- マクロ経済環境は堅調**で、(a) 国防分野を中心とした政府支出の拡大、(b) 比較的安定した政策環境、(c) 欧州に対する見方の変化を背景とした投資家需要の増加、といった要素が支援材料となっています。

最近の**ポッドキャスト**でも取り上げたとおり、デフォルト見通しは低く、テクニカル面のサポートも力強い欧州クレジット市場は、現在の市場環境において良好なポジションにあると考えています。CLO からの継続的な需要と、個人投資家によるアクセス制限という支援材料を背景に、欧州シニアローン市場は極めて安定的な資産クラスだと言え、その投資妙味には注目が集まります。

図表 3：欧州の直接融資は、相対的に高いスプレッドを提供



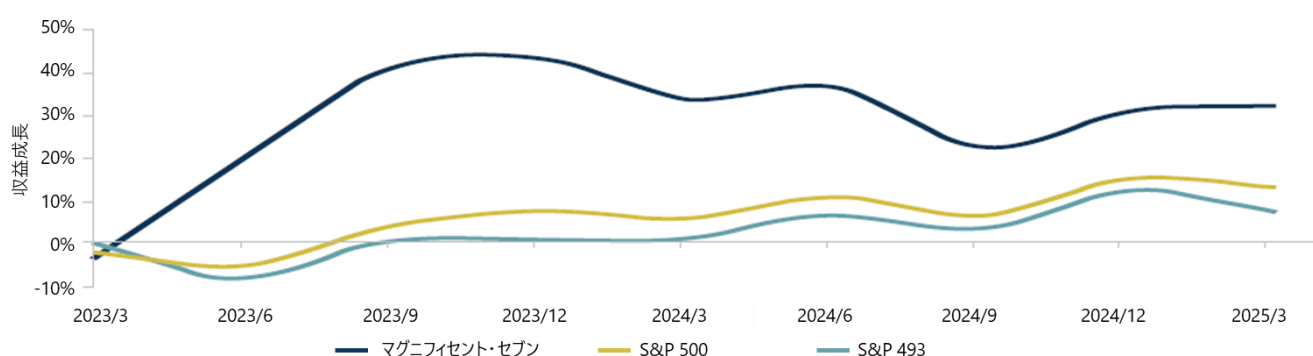
出所：KBRA、2025 年 3 月時点。

減速局面で最も影響を受けやすいのは株式市場

米国例外主義がわずかでも揺らげば、上場株式市場に大きな影響が及ぶ可能性があります。過去数か月にわたり、S&P500 は史上最高値を更新し続けており、PER（株価収益率）は現在 23 倍と、長期平均を大きく上回る水準にあります。これは他地域の株式市場と比べても顕著に高く、米国が世界最高のビジネス環境であり続けるという前提に基づいた評価です⁹。歴史的に見ても、このような高い PER で株式投資を行って得られるリターンは低調となっており、現在のバリュエーションで S&P500 を購入した場合、長期リターンは-2%から+2%にとどまるとの調査結果もあります¹⁰。

現在 S&P500 の銘柄集中度が極めて高いのは良く知られており、マグニフィセント・セブンが指数の 30% 超を占めています¹¹。これらの企業も総じて非常に高い PER で取引されています。もっとも、マグニフィセント・セブンの投資家にとっては、これら企業群が卓越したキャッシュ創出力と堅固な競争優位性を持ち、何よりも異例のペースで利益成長を続けられる真に例外的な企業であるという点が安心材料となるでしょう（図表 4 参照）。

図表 4：「マグニフィセント・セブン」を除けば、成長は限定的



出所：ブルームバーグ、JP モルガン・アセット・マネジメント、2025 年 3 月 31 日時点。

皮肉なことに、マグニフィセント・セブンを除外した「S&P 493」こそが、実は最大の懸念材料かもしれません。S&P 493 の PER は 21 倍程度へと低下しますが¹²、それでも依然として高水準です。しかも、これら構成銘柄の多くは高成長企業ではなく、成長が鈍化または停滞しており、足元では金利上昇の影響を受け始めています。特に注目すべきは、（海外で事業展開を行うマグニフィセント・セブンとは対照的に）S&P 493 は売上の大半を米国内で稼いでいる点で、米国経済が減速するとなれば、海外収入という緩和材の効果は限定的です。最終的に、これらの企業が PER の収益部分を大きく伸ばせず、投資家がこれまでの行き過ぎたバリュエーションを許容しなくなれば、調整されるのは PER の株価部分ということになります。

まとめ

米国は依然として非投資適格クレジット市場の中心的存在であり、ハイイールド債、ストラクチャード・クレジット、プライベート・クレジットといった分野で、大規模な投資機会が豊富に提供されています。世界金融危機（GFC）以降、借り手の数が大幅に増加したことで、分散の効いた米国クレジット・ポートフォリオの構築が可能になっていますが、当社では引き続き、その他地域のクレジット市場がもたらす追加的な分散効果や投資機会に価値を見出しています。**米国、そして欧州やアジアといった地域の専門性を有するマネージャーは、相対的なバリュエーションに着目したグローバルなポートフォリオの構築から大きなメリットを享受できるでしょう。**

米国経済にはいくつかの課題があることも事実です。それらが壊滅的な影響をもたらす可能性は低いと見られる一方で、景気減速が起こる可能性は否定できません。そして、その影響はクレジット市場よりも先に、S&P500 のバリュエーションに現れる可能性が高いと見ています。言い換えれば、こうした不透明な環境下においては、分散されたクレジット・ポートフォリオが引き続き有力な選択肢だと言えるでしょう。

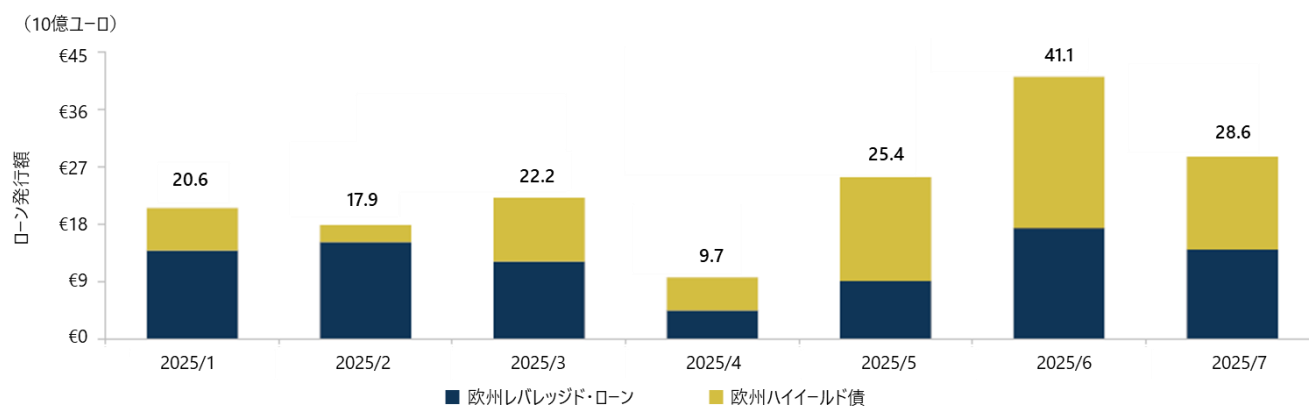
クレジット市場：2025 年 7-9 月期に注視すべき主な動向、リスクと機会

(1) 供給の兆しか？

オークツリー・クレジット四半期レポート 2025 年 1-3 月期：停滞では、レバレッジド・クレジット市場における需給のミスマッチについて取り上げました。要するに、プライベート・エクイティ（PE）スポンサーが金利上昇という頭痛の種に悩まされる中で、債務発行（供給）は限定的となる一方、利回りを追求する投資家からの需要は根強いという状況が続いています。市場関係者は、プライマリー市場での新規発行が本格的に再開されるのを待ち望んでいましたが、ようやくその兆しが見え始めています。

非投資適格クレジットの発行は、米国関税政策を背景に 4 月に一時的に停滞した後、加速しています。中でも欧州が活発さを見せており、これは同地域に対する投資家センチメントの改善が背景にあります。これら案件の多くは借り換え目的ではあるものの、6 月のローン発行額は 174 億ユーロと、2021 年 3 月以降で最高水準を記録しました¹³（図表 5 参照）。

図表 5：欧州レバレッジド・ファイナンス取引が復活



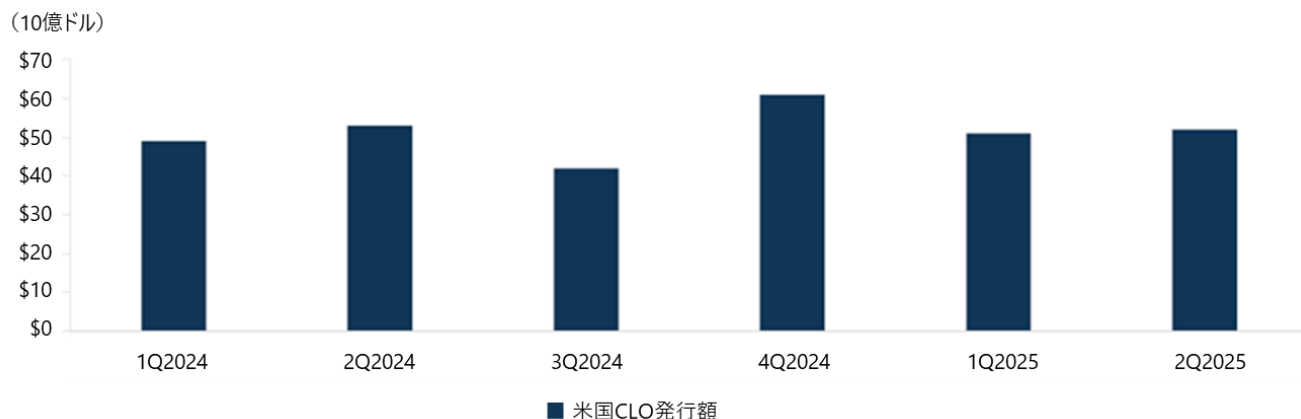
出所：ピッチブック、2025 年 7 月 25 日時点。

(2) CLO 発行は依然として活発！

CLO 発行の鈍化が近いのではないかという意見や、それがレバレッジド・ローン市場に及ぼす影響を懸念する声が時折聞かれますが、実際のところ、不確実性が高まった局面（例：2025 年 4 月）を除けば、CLO 市場の「冷静、そして着実に融資を継続」する力が証明されています。年初来で、米国では 1,250 億ドル、欧州では約 400 億ユーロの新規 CLO 発行が確認されており、これは魅力的なクーポンを備えた変動金利債への投資家需要の強さに支えられた結果です¹⁴（図表 6 参照）。こうした需要は、CLO の負債スプレッド縮小にもつながり、CLO マネージャーにとっては大きな追い風となっています。

とはいえ、CLO マネージャーの多くは、ローン発行の明らかな回復が今後も継続することを期待しているでしょう。プライマリー市場の活動が持続すれば、CLO マネージャーはウェアハウスの組み入れ資産を充実させ、既存ポートフォリオからより収益性の高い新規案件への入れ替えが可能になります。さらに、需給バランスの改善は、ローンの強引なりプライシング（再評価）や、過度に厳格な発行条件に対して、CLO マネージャーがより強気な交渉姿勢を取る余地をもたらします。

図表 6：CLO の発行は堅調さが継続



出所：ピッチブック、2025 年 6 月 30 日時点。

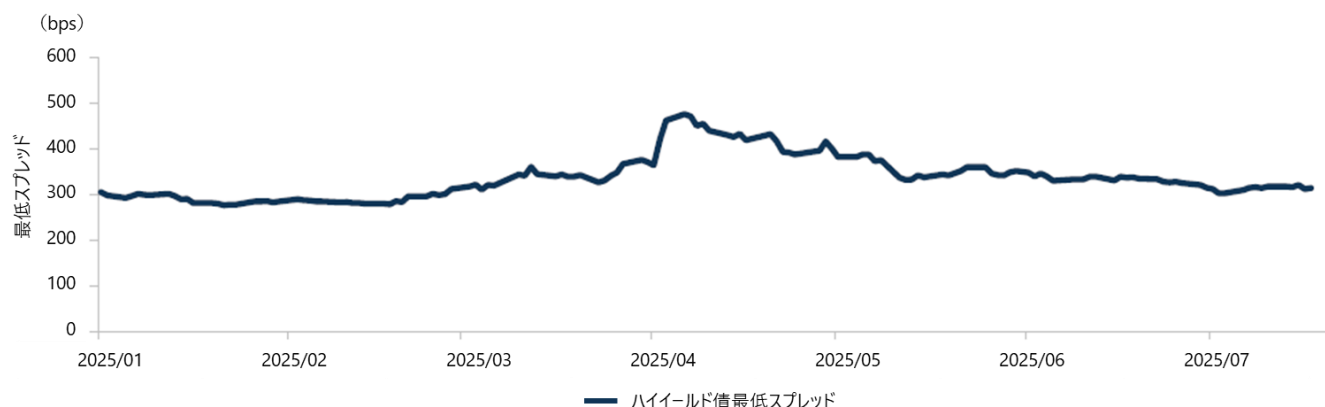
(3) スプレッドは崩壊しない

2025 年 4 月、クレジット・スプレッドは長らく続いた低水準からようやく妥当な開きをみせ、米ハイールド債のスプレッドは 300bps 弱から約 500bps へと拡大しました¹⁵（図表 7 参照）。これは大きな動きですが、貿易政策を巡る壮大な不透明感と全面的な貿易戦争の懸念を考慮すると、そこまで大幅ではありません。

このテーマは市場で繰り返し観察されており、投資適格未満クレジットの市場はボラティリティを吸収し、局所的な混乱が発生しても迅速な回復力を示しています。最近の[ポッドキャスト](#)でもこの背景を分析しましたが、主要要因は以下の通りです：

- 市場クオリティの向上：米ハイールド市場は現在 BB 格以上の銘柄が 50% 超を占めており、かつての高リスク市場と比べてクオリティが大幅に改善しており、この点は欧州でさらに顕著となっています¹⁶。このため、平均スプレッド幅はより緩やかなものになる傾向があります。
- 貸し手層の多様化：プライベート・クレジットは急速に拡大し、シンジケート・ローン市場の補完的な役割を果たすようになっています。これを受けて、(a) 規模の小さい借り手がパブリック市場からプライベート市場に移り、(b) シンジケート・ローンの組成が困難な借り手に、第二の資金調達手段を提供しています。
- オポチュニスティックな買い手の増加：ディストレスト・デット・マネージャーの急増により、スプレッド拡大局面で即座に参入する買い手層が形成されており、価格形成における下支え要因となっています。

図表 7：CLO の発行は堅調さが継続



出所：ICE、米国ハイールド・コンストレインド・インデックス

脚注

1. MSCI、2025 年 6 月 30 日時点；米国勢調査局、2025 年 7 月 24 日時点。
2. プルームバーク、2025 年 6 月 30 日時点。
3. 米連邦準備制度理事会、国際通貨基金（IMF）。
4. 米議会予算局。
5. ICE、UBS。
6. 複数の情報源により、適宜推計を含む
7. 国際通貨基金（IMF）、2024 年 12 月。
8. ピッチブック、2025 年 6 月 30 日時点。
9. プルームバーク、2025 年 7 月 31 日時点。
10. JP モルガン。
11. LSEG データストリーム、2025 年 7 月 18 日時点。
12. プルームバーク、2025 年 7 月 31 日時点。
13. ピッチブック。
14. ピッチブック、2025 年 8 月 1 日時点。
15. ICE 米国ハイイルド・インデックス。
16. ICE 米国ハイイルド・インデックス、ICE BofA グローバル・ノンフィナンシャル・ハイイルド欧州発行体インデックス（ロシア除く）、2025 年 7 月 31 日時点。

重要な開示事項

すべての投資にはリスクが伴います。投資の価値は時間とともに変動し、投資家においては、利益を得るもしくは投資の一部または全てを損失する可能性があります。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。

当資料に含まれる情報は、教育のみを目的として提供されるものであり、予測、調査、投資アドバイスとして依拠することを意図したのではなく、ブラックフィールド・コーポレーション（以下、「ブラックフィールド」）およびその一部の関連会社の製品またはサービスの売買を推奨、提案、勧誘するものではありません。当資料内の説明は広範な市場、産業もしくはセクターのトレンドまたはその他の一般的な経済や市況を論じており、秘密情報として提供されています。情報および見解は予告なく変更される場合があります。ブラックフィールドは、当資料に含まれる情報（第三者から提供される情報を含む）の正確性または完全性を必ずしも検証しておらず（そして検証する義務を負わず）、いかなる情報についても検証されたものとしてブラックフィールドに依拠することはできません。

資産クラスとして、プライベート・クレジットは多様な債券で構成されています。それぞれのリスク／リターン特性は異なるものの、プライベート（非上場の）クレジット投資では、資金調達を選択肢が限定的な企業へのオポチュニスティックな投資を模索するため、一般的に、上場のものと比較してデフォルト・リスクが高くなります。プライベート・クレジット投資では、通常、発行体が投資適格未満または無格付けであるため、より高いリスクの対価として利回りもより高くなります。

©2025 Brookfield Corporation; ©2025 Brookfield Asset Management Ltd.; ©2025 Oaktree Capital Management, L.P.; ©2025 Brookfield Oaktree Wealth Solutions LLC; & ©2025 Brookfield Public Securities Group LLC.

ブラックフィールド・オークツリー・ウェルス・ソリューションズ・エルエルシーは、ブラックフィールドの完全子会社です。

将来の見通しに関する記述

当資料は、米国連邦証券法令、具体的に米国 1934 年証券取引所法（その後の改正を含む）第 21E 条、そしてカナダ証券法令における意義の範囲内における将来の見通しに関する記述を含む情報やそれらに基づく情報が含まれています。将来の見通しに関する記述は、事業戦略や投資戦略もしくは戦略遂行のための措置、競争力、目標、事業の拡大および成長、計画、見込み、将来の成功への言及など、将来の行動、事象または動向に関して、過去の事実の記述以外のすべての記述を含みます。これらの記述は、過去または現在の実実に厳格に関連しないという事実によって特定することができます。「予測」、「推定」、「期待」、「予想」、「想定」、「計画」、「考え」やその他の類似する用語は、これらの将来の見通しに関する記述を特定するために用いられます。将来の見通しに関する記述は、不正確な仮定や既知もしくは未知のリスクおよび不確実性によって影響を受ける可能性があります。そうした要素の多くは、将来の実際の結果や成果を決定する上で重要となります。そのため、いかなる将来の見通しに関する記述についても保証はありません。実際の結果や成果は大きく異なることがあります。これらの不確実性を踏まえ、これらの将来の見通しに関する記述に不当に依拠するべきではありません。

このレポートは、オークツリー・キャピタル・マネジメントが発行するインサイト「Oaktree Credit Quarterly」の一部を抜粋したものです。

レポート全文は、[同社ウェブサイト](#)でご覧いただけます（英語のみ）。

Contact Us

 brookfieldoaktree.com

 japan@brookfieldoaktree.com