

オークツリー・クレジット四半期レポート： 2025 年 10-12 月期

乖離

金融資産のパフォーマンスは、新たな「乖離の時代」に入りつつあると当社では考えています。堅調に見える指数平均の背後では、勝者と敗者が明確に二極化しています。株式市場は高値圏にありますが、その多くは一握りの AI 関連銘柄によって牽引されています。クレジット市場も全体としては健全に見える一方で、市場評価が低い銘柄群が相当数存在します。経済成長は力強く見えるものの、高所得層と低所得層の間には明確な乖離があり、いわゆる「K 字型経済」と呼ばれる現象が進行しています。これらの動きは、洗練された投資プロセスにおいて平均値に依拠すべきではないことを改めて示しています。

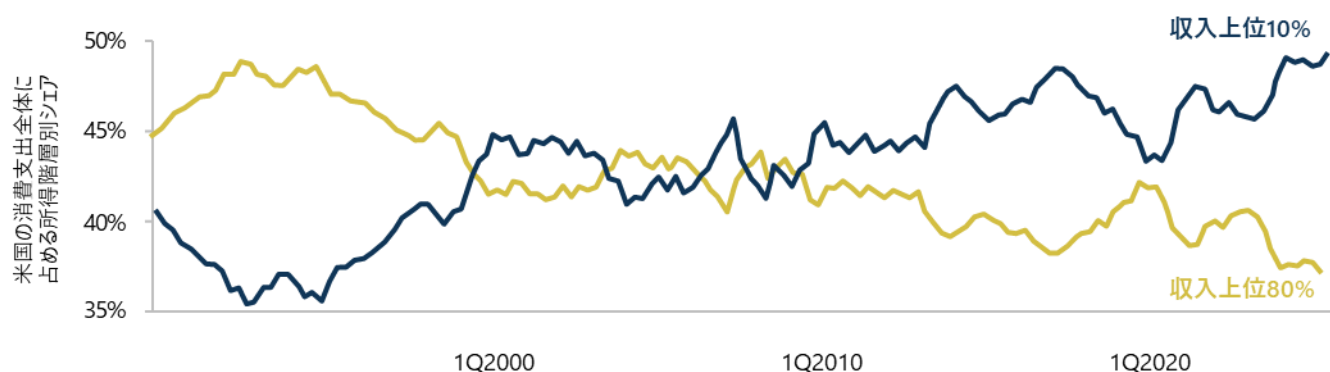
2009 年から 2021 年にかけての低金利環境下において、クレジット市場は「収斂」しており、指数スプレッド周辺のばらつきは殆ど見られませんでした。現在は利回り水準が大きく改善している一方で、その投資環境はより厳しいものとなり（そして過去の緩和的すぎた環境の影響もあり）、誤った判断が罰せられ、適切な判断が報われる世界へと回帰しています。ハワード・マークスが[最近述べた](#)ように、次の局面はより「興味深い」ものになりそうです。

K 字型の米国経済

米国の経済指標は依然として解釈が難しい状況にありますが、ヘッドライン指標はおおむね良好に見えます。GDP 成長率は 2025 年第 3 四半期に年率 4.4%と、予想を上回る結果となりました。堅調な個人消費が大きく寄与していますが、その背後にはより複雑な構図が存在します。

消費全体は、高所得層という限られた層に大きく依存しています。これらの消費者は、株式市場の大幅な上昇の恩恵を最も受け、引き続き消費を拡大しています（図表 1 参照）。一方で、低所得層の消費者は好調とは言えません。コロナ禍後には力強い賃金上昇の恩恵を受けていましたが、その勢いは鈍化し、現在の賃金上昇率は前年比 1.4%と、高所得世帯の 4.0%を大きく下回っています¹。低所得層の消費者は、衣料品や航空券などの主要分野複数で支出を減らしている一方、高所得層の同支出は増加しています²。

図表 1：高所得層は、米国の消費支出全体においてますます存在感を示している



出所：ムーディーズ・アナリティクス、フィナンシャル・タイムズ。

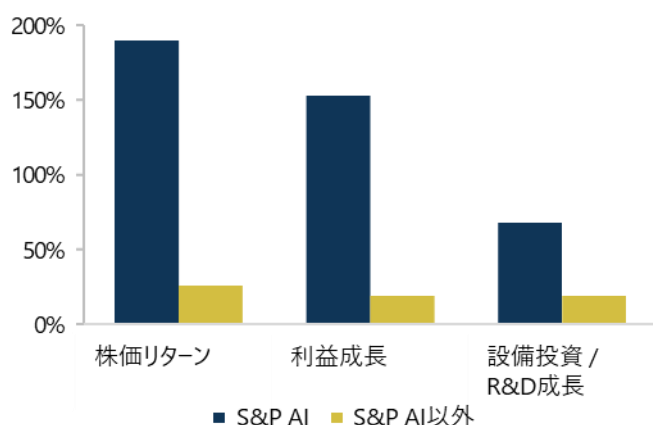
同様に、設備投資全体の指標も、AI 関連支出の急増によって押し上げられています。いわゆる AI 開発競争を背景に、ハイパースケーラーの設備投資額は 2025 年に約 4,000 億ドルに達したと推定されています³。これは対売上高で見ても驚くほど高い割合であり、ROI の見通しが不透明な点も課題として残っています。しかし現時点では、これらの企業は依然として力強い成長を続けています。

株式市場：AI と「それ以外」

S&P 500 指数は 2025 年も市場予想を覆す 16%リターンを記録、これで 3 年連続の二桁成長となります。では、そのリターンはどこから生まれたのでしょうか。その答えは AI です。2022 年に ChatGPT が登場して以来、比較的少数の AI 関連銘柄が、S&P 500 指数全体のリターンの実に約 4 分の 3 を牽引してきました⁴（図表 2 および 3 参照）。その結果、米国の主要株価指数では集中度が著しく高まっており、主に大型テクノロジー企業で構成される上位 10 銘柄が指数の約 40% を占める状況となっています。

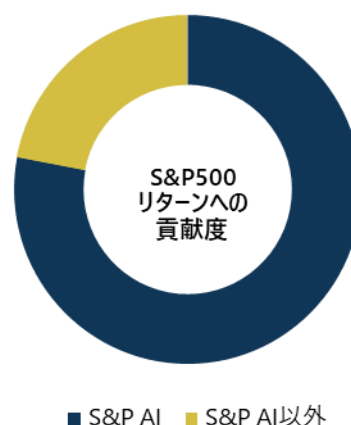
図表 2：AI 関連銘柄は急騰し

ChatGPT 登場（2022 年 11 月）以降



図表 3：.... S&P 500 リターンの 75%超を牽引

ChatGPT 登場（2022 年 11 月）以降



出所：JP モルガン、ブルームバーグ、2025 年 12 月 22 日時点。「S&P AI」とは S&P 500 指数の構成銘柄において JP モルガンが生成 AI 関連と定義した 42 銘柄を示しています。

その結果、指数の中には、収益を大きく伸ばせておらず、投資家リターンへの貢献度も限定的な企業群が相当数存在しています。この状況はセクター・パフォーマンスの乖離を見ると特に明確です。S&P 500 情報技術指数の過去 3 年における年率換算リターンが 33.8%に達する一方で、生活必需品セクターは 6.5%、エネルギーは 1.8%、不動産は 1.9%にとどまっています⁵。要するに、勝者はほぼ一部に集中しているのです。

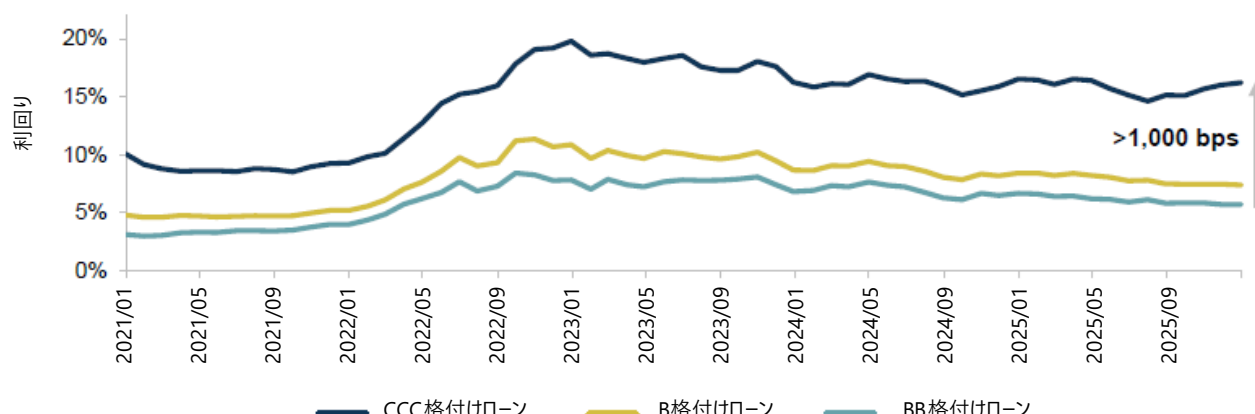
クレジット市場：勝ち組と負け組

投資適格未満のクレジット市場では、「スプレッドはタイトだが利回りは良好」という見方が一般的になっています。これは概ね正しいものの、より詳しく見ると、複雑な状況が浮かび上がります。

スプレッドの乖離に注意

シニアローン指数の利回りは現在 7.9%ですが、BB 格付けのローンは 5.7%にとどまり、CCC 格付けでは 16.1%に達しています⁶（図表 4 参照）。ハイイールド債市場も同様で、指数内のばらつきは過去最大となっています⁷。さらに、同一格付け内でも大きな乖離が見られます。CCC 格付けのハイイールド債では、市場価値の 40%超がスプレッド 400bps 以内で取引されている一方、同 12%は 1,500bps 超で取引されており、個別銘柄ごとの精緻なクレジット分析の重要性を示しています⁸。

図表 4：CCC 格付けローンは、BB 格付けに対して 1,000bp 超のスプレッドで取引されている



出所：UBS レバレッジド・ローン・インデックス、2025 年 12 月 31 日時点。

では、なぜ市場から敬遠される銘柄が、これほどまでに大きく評価を下けているのでしょうか。

- 弱い契約条件が、回収率低下への懸念を強めています。その結果、業績が悪化している銘柄は、即座に売り圧力にさらされやすい状況にあります。実際、データもこの懸念を裏付けています。デフォルト率自体は依然として低水準にある一方で、回収率は長期平均を大きく下回ります。第一順位担保ローンの回収率は 37.7%と、過去 25 年平均の 62.3%を大きく下回っています⁹。
- シンジケート・ローン市場の場合、最大の買い手である CLO（ローン担保证券）のストレス債務に対する買い意欲は限定的です。CLO は、CCC 格付けへのエクスポージャー制限を含む厳格なテストを満たす必要があり、負債投資家から低コストで資金調達を行うためにも、ポートフォリオを比較的健全な状態に保つ必要があります。この構造上の制約により、ストレス銘柄に対する需要は恒常的に抑制されています。
- テクニカル面での圧力（構造的に買い手が少ないこと）に加え、一部の銘柄はファンダメンタルズ面でも深刻な問題を抱えています。実際のところ、相当数の CCC 格付け銘柄が強い圧力下にあり、CCC 格付けの借り手の 40%は営業キャッシュフローのカバレッジが 1.0 倍未満となっています¹⁰。

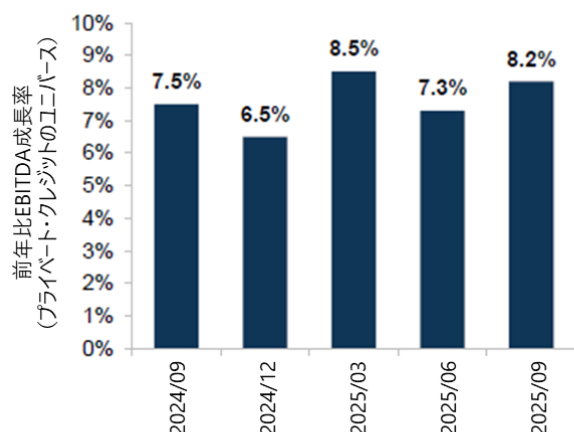
これらの要因が重なり合うことで、一部の銘柄が除け者となる理由は明らかです。一方で、ポジティブな側面もあります。健全な銘柄でも十分に高い利回りが確保できるため、投資家は無理にリスクを取りに行く必要がなく、パフォーマンス・クレジットの投資家は、大きく値下がりした銘柄を意図的に組み入れなくても、高インカムのポートフォリオ構築が可能となっています。その一方で、より専門性の高い投資家にとっては、過度に売り込まれた銘柄が魅力的な機会となる場合もあります。特に、LME（ライアビリティ・マネジメント・エクササイズ）やリストラクチャリングで優位に立てる能力を持つ投資家においては、こうした銘柄が投資対象となり得るでしょう。

正常債権と PIK 依存

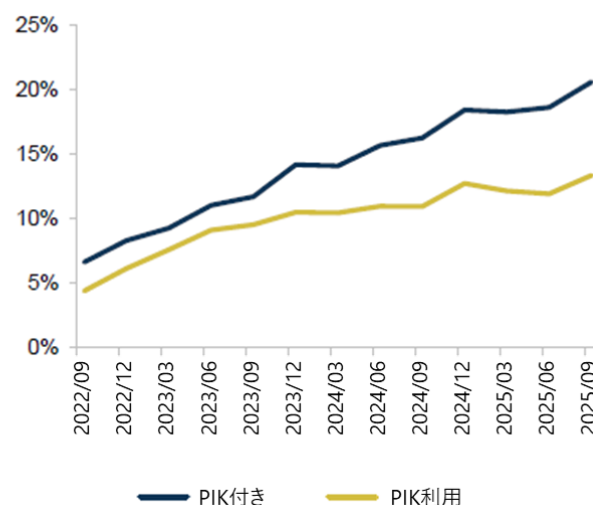
プライベート・クレジットの世界では、ばらつきの可視化がより困難です。発達したセカンダリー市場が存在しないため、十分な価格発見が行われにくいことが背景にあります。しかしながら、プライベートのクレジットローンにおいても、ファンダメンタルズが健全な案件と苦境にある案件との二極化が進んでいるように見受けられ、銘柄選別の重要性が一段と高まっています。

企業業績は総じて堅調で、2025 年第 3 四半期の EBITDA 成長率は前年同期比 8%超、ネット・レバレッジもここ数四半期で低下傾向にあります¹¹（図表 5 および 6 参照）。また、デフォルト率は依然として非常に低水準にとどまっていますが、その一方で表面化しにくいストレスも存在しており、その代表例が現金利払いではなく PIK 利息への依存です。現在、プライベートローンの約 20%に PIK オプションがついており、そのうち半数超が実際に PIK を利用しています¹²。ただし、ここで朗報なのは、借り手の財務悪化を受けてローン組成後に PIK が導入されるケースは全体の約 4~5%と、比較的限定的だという点です¹³。

図表 5：収益は堅調を維持も



図表 6：.... PIK 依存は懸念点



出所：ヒューリハン・ロキー・プライベート・クレジット・データバンク、2025 年 9 月 30 日時点。

ダイレクト・レンディング市場は急速かつ大幅に拡大し、その規模はより歴史の長いシンジケート・ローン市場に迫る勢いです。現在もインカム重視の投資家にとって魅力的な投資機会を提供していますが、今後はオリジネーションの増加ではなく、銘柄選別とリスク管理がキーワードとなるでしょう。慎重にアプローチすることで、ダイレクト・レンディングは引き続きプライベート・クレジット・ポートフォリオの中核を成す存在であり、資産担保融資（ABF）や一部セクターに特化したニッチな分野と組み合わせることで、さらなる価値向上が期待されます。

今後の展開

ばらついた市場では、より精緻な運用アプローチが不可欠となり、慎重なリスク管理と大胆かつ機動的な機会追求の双方が報われる展開となるでしょう。同一ユニバース内でも資産パフォーマンスの乖離が拡大しており、もはやインデックス平均に依存するだけでは不十分です。常に難題なのは、(a) 心理的な忌避感から不当に割安となっている資産と、(b) ファンダメンタルズの問題を反映して妥当に割安となっている資産、この両者を的確に見極めることです。

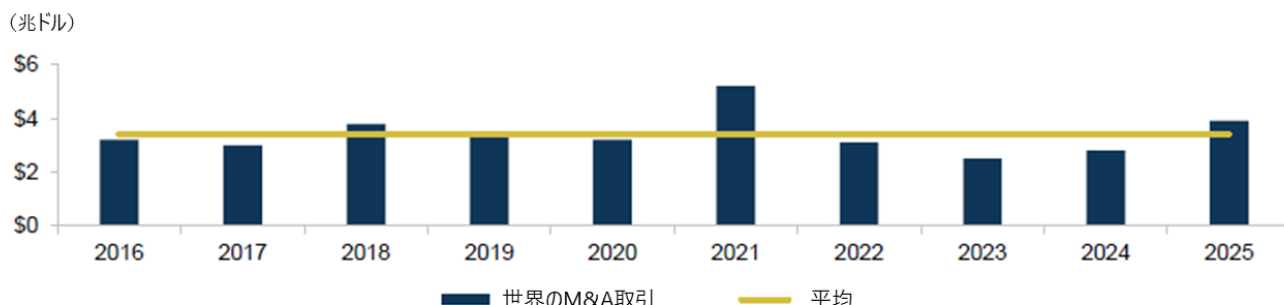
投資適格未満クレジット市場は規模が極めて大きく、絶対額ベースでみると、健全なアセット群とストレス状態にある資産群の双方が無視できない規模を有しています。正常債権のプライベートおよびパブリック・クレジット市場には魅力的なインカム機会が存在する一方、数パーセントに過ぎないディストレス領域においても、大きな乖離から生じる投資機会が提供されています。

クレジット市場：2026 年 1-月期に注視すべき主な動向・リスク・機会

(1) 供給観測

足元のクレジット市場はテクニカル要因の影響が大きく、2026 年におけるスプレッドの方向性を左右する最大の要因は、供給量になる可能性があります。ここ数年間、新規発行は限定的となっており、利回りを求める投資家からの継続的な需要を背景に、クレジット・スプレッドには縮小圧力がかかってきました。2025 年は M&A 活動が回復基調となるなど、ディール活動が再び動き出す兆しも見られます（図表 7 参照）。一方で、依然として本格的なクレジット発行における最大の制約要因となっているのは、プライベート・エクイティ活動の低迷です。また、乖離というテーマに合致する格好で、質の高いポートフォリオ企業ほどエグジットが容易である一方、相対的に魅力に欠ける企業は長期保有を余儀なくされやすい状況が続いています。なお、欧州クレジット市場における供給動向の見通しについては、最近の[ポッドキャスト](#)（英語のみ）にてより詳しく議論しています。

図表 7：M&A は回復基調にあるとみられる

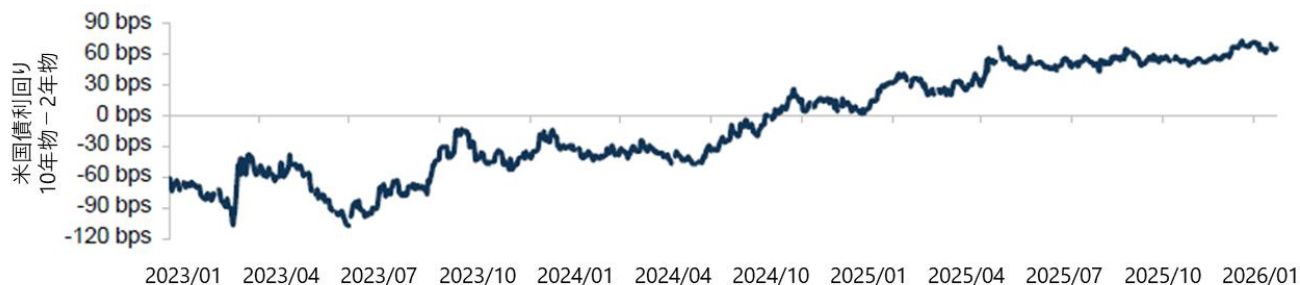


出所：LSEG、モルガン・スタンレー、2025 年 12 月 31 日。取引金額が 1 億米ドル超の発表された案件を対象としており、中止となった取引は除外。

(2) タームプレミアム復活

イールドカーブは 2023 年を通して、また 2024 年の大半にわたり逆イールドの状態が続き、2023 年には 2 年物米国債利回りが同 10 年物を一時 100bp 超上回る局面も見られました（図表 8 参照）。しかしより最近では、10 年物利回りが 2 年物を約 65～70bp 上回る水準へと転じており、状況は大きく変化しています。要するに、インフレの高止まりや財政赤字の持続可能性への懸念を背景に、長期債保有への追加的な補償である「タームプレミアム」が米国債市場に再び戻ってきたと考えられます。

図表 8：イールドカーブはスティープ化



出所：セントルイス連邦準備銀行、2026 年 1 月 26 日時点。

(3) 格下げウォッチ

2025 年にハイイールドへと格下げされた投資適格債は約 550 億米ドルと、2020 年以来で最大の規模を記録しました。これは格上げの規模を大きく上回る水準です。パークレイズでは、2026 年は約 700～900 億米ドル規模へ拡大する可能性を予想していますが、注目すべき点として、同見通しは信用市場全体の構造的な悪化を前提としたものではなく、BBB 格の大型発行体の一部が「フォールン・エンジェル」化（投機的格付けに格下げ）する可能性を想定したものです。

脚注

1. BofA コンシューマー・チェックポイント、2025 年 12 月 10 日時点。
2. BofA コンシューマー・チェックポイント、2025 年 11 月 12 日時点。
3. クレジットサイト、2025 年設備投資額における 4,430 億ドルの見通し、2025 年 11 月 10 日時点。
4. JP モルガン、Eye on the Market、2026 年 1 月 1 日。
5. S&P 500 指数データ、2026 年 1 月 21 日時点。
6. UBS レバレッジド・ローン指数。
7. パークレイズ・クレジット・アウトルック、2025 年 12 月 3 日時点。
8. Ibid.
9. JP モルガン、12 月デフォルト・モニター。
10. パークレイズ・クレジット・アウトルック、2025 年 12 月 3 日時点。
11. リンカーン・インターナショナル、2025 年第 2 四半期時点。
12. ヒューリハン・ロキー、2025 年 9 月 30 日時点。
13. Ibid.

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ものではなく、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。

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）。

