

クレジット四半期レポート：2026 年 10 月



OAKTREE
Part of Brookfield

新たな金利環境

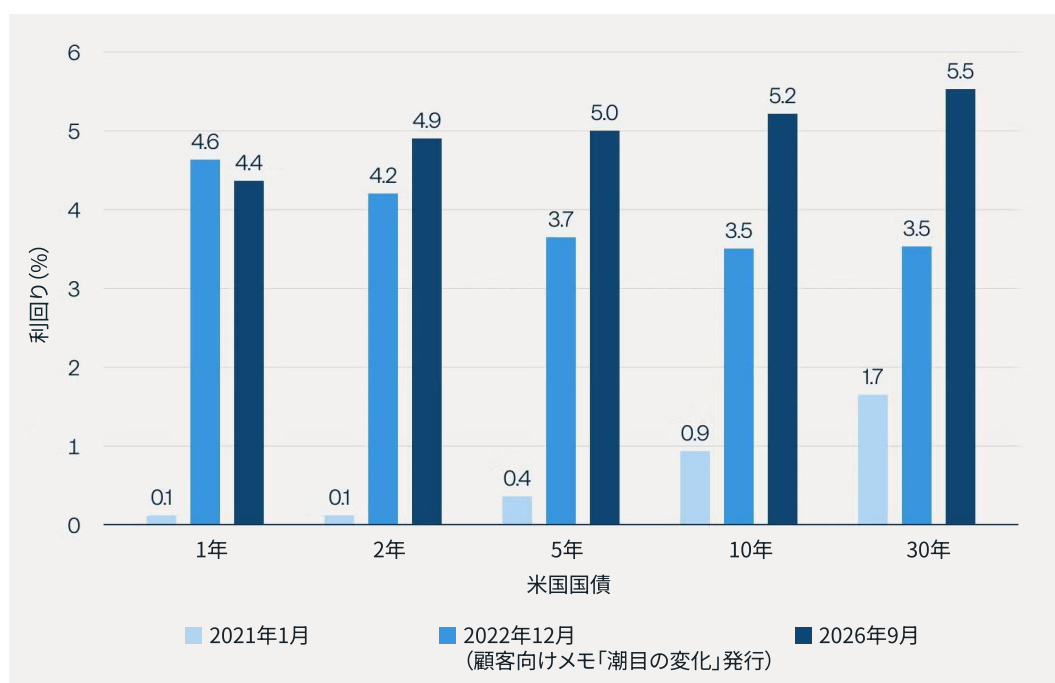
金利環境に潮目の変化が起きてから 4 年が経過しましたが、その流れが反転する兆しは依然として見られませんが、2022 年の利上げは、数十年にわたって続いてきた利回り低下局面の中で生じた一時的な現象ではなく、資本の価格形成に根本的な変化をもたらす転換点となりました。

予想されていた利下げは実現せず、国債利回りは 2022 年の水準を大きく上回っています。米国 10 年国債利回りにおいては最近、象徴的な節目である 5% を突破しました。

こうした高水準の金利は、引き続き市場環境に大きな影響を及ぼしており、クレジット投資家にとっては投資機会が一段と広がる一方で、借り手にとっては重石となっています。金利負担増加を背景に、信用力の低い借り手と高い借り手の間で明暗が鮮明に分かれています。

このような金利環境が「ニューノーマル（新常態）」として定着しつつあるようですが、クレジット投資家にとって、これは何を意味するのでしょうか。

図表 1：ゼロ金利時代は過去のものに



出所：米連邦準備制度理事会（FRB）の経済データ（FRED）、2026 年 9 月 24 日時点。

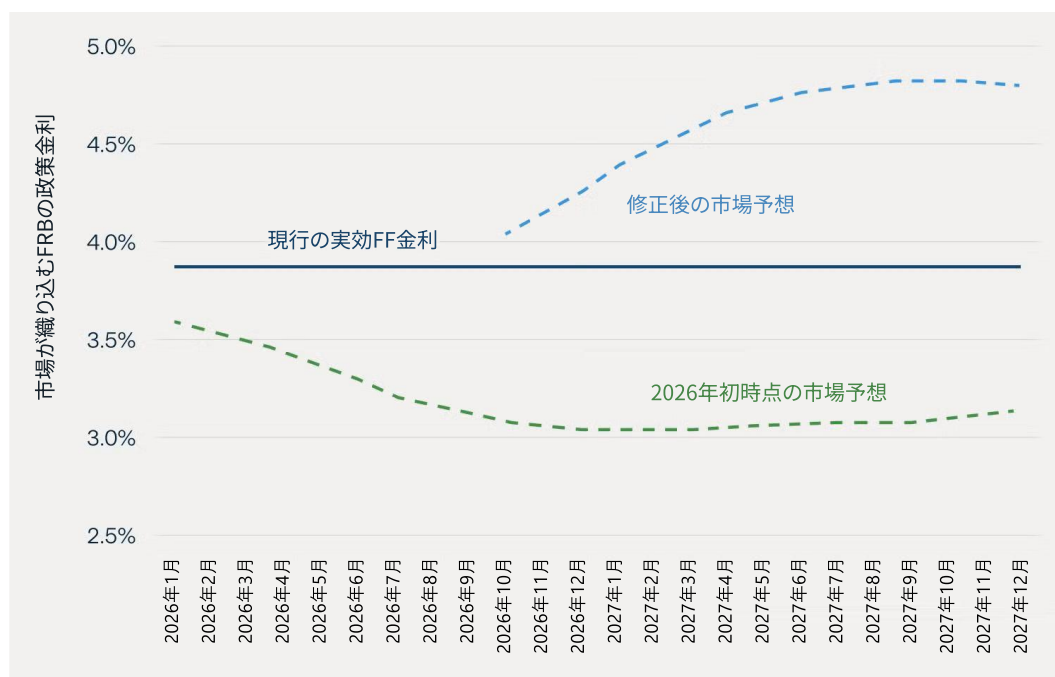
繰り返し裏切られる利下げ期待

ここ数年、市場は利下げの可能性について過度に楽観的な見方を続けてきました。

2023 年に FF 金利が 5.3% でピークに達した際、市場は、米国経済が減速し、場合によっては軽度の景気後退に陥った後、急速な利下げが実施されると予想していました。しかし、米国経済は高所得層の個人消費や AI 関連の大規模な投資に支えられ、予想以上の底堅さを示し、インフレも高止まりしました。結果として、景気後退は起こらず、米連邦準備制度理事会（FRB）が政策金利を再び極めて低い水準まで引き下げる根拠となる状況も訪れませんでした。

今年も同様の傾向が繰り返されています。2026 年初めの時点で、市場は約 60bps の FF 金利引き下げを予想していました¹。しかし、第 4 四半期を迎えるにあたり、経済活動は引き続き堅調で、インフレも高水準にとどまっており、利下げは一度も行われず、利上げが 1 回実施されています。こうした中、市場参加者は今後の金利動向を見直しており、国債からより高い利回りを求めるようになっていきます。

図表 2：予想されていた利下げは実現せず



出所：ブルームバーグ 2026 年 9 月 28 日時点。

短期債から長期債まで幅広く利回りが上昇

今年は長期債の動向が大きな注目を集めていますが、利回りの上昇はイールドカーブ全体に及んでいます。

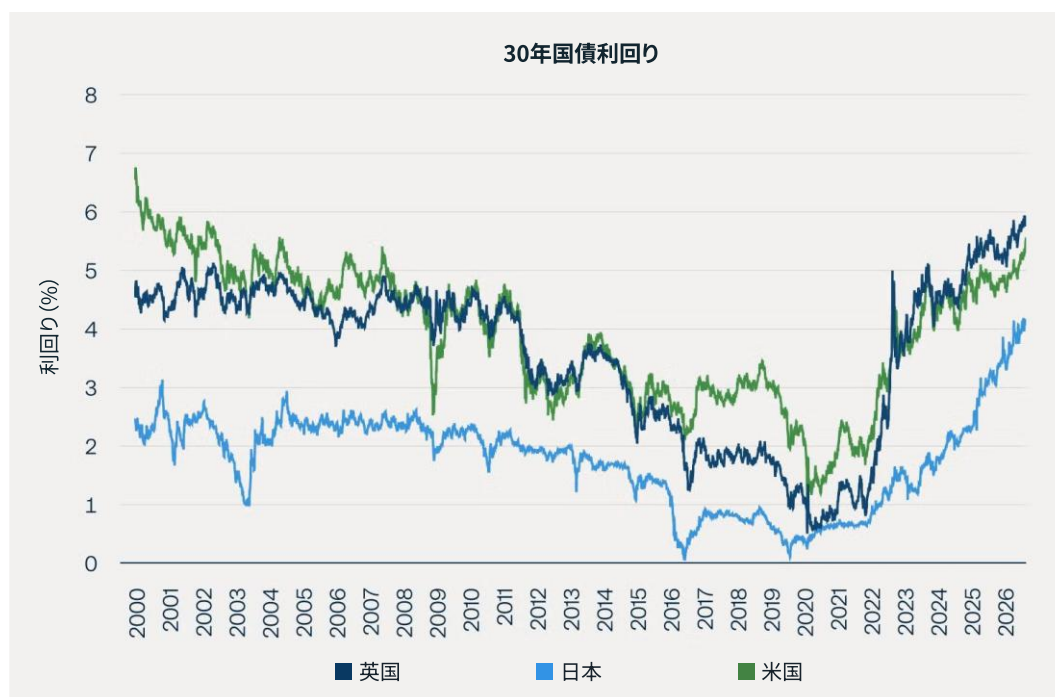
イールドカーブの短期ゾーンは、政策金利の先行きに対する市場の予想に最も敏感に反応します。実際のところ、2026 年に入ってから米国 2 年国債利回りは 140bps 上昇しており、この傾向が顕著に表れています²。長引くインフレと堅調な経済を背景に、FRB の金融政策に対する投資家見通しは、利下げから利上げへと転換しました。今後数年間は政策金利の平均水準が従来予想よりも高くなると見込まれる中、投資家は債券に対して、より高い利回りを求めるようになっていきます。

一方、イールドカーブの長期ゾーンでは、状況はもう少し複雑です。FRB の金融政策に対する市場見通しの修正も一因となっていますが、10 年債や 30 年債の利回りの変化には、以下のような長期的な要因も影響していると考えられます：

- **堅調な経済成長見通し**：投資家が長期的な経済成長の加速や生産性の向上を見込むことで、実質利回りが押し上げられています。
- **財政を巡る不透明感**：財政赤字が続く中、米国の連邦債務は 40 兆ドルに達しています。また、欧州の複数の国でも財政健全化が難航しています³。
- **長期債の大量供給**：長期の国債や社債の発行が高水準にあり、特に人工知能（AI）関連インフラの整備に向けて、かつてない規模の債券発行が行われています。2030 年までに必要となる AI 関連の設備投資額は 5.5 兆ドルと推計されており、こうした傾向は今後も続くと考えられます⁴。

重要なのは、高水準の債券利回りは米国に限られた現象ではなく、世界的に資本価格が見直されていることを示唆している点です。英国では 30 年国債の利回りが 6% 近くに達し、今世紀に入ってから最高水準となっています。また、安全資産とされるドイツ国債利回りも急上昇しています⁵。一方で、日本国債利回りも、長年にわたるイールドカーブ・コントロール政策によって低く抑えられてきましたが、現在は過去 30 年間で最も高い水準に達しています⁶。こうした動きは特定の国に限られたものではないようです。世界の投資家が、国債を保有するリスクに見合う、より高い利回りを求めるようになってきていると考えられます。

図表 3：世界的に広がる国債利回りの上昇



出所：ブルームバーグ 2026 年 9 月 28 日時点。

高金利がもたらす高い利回り

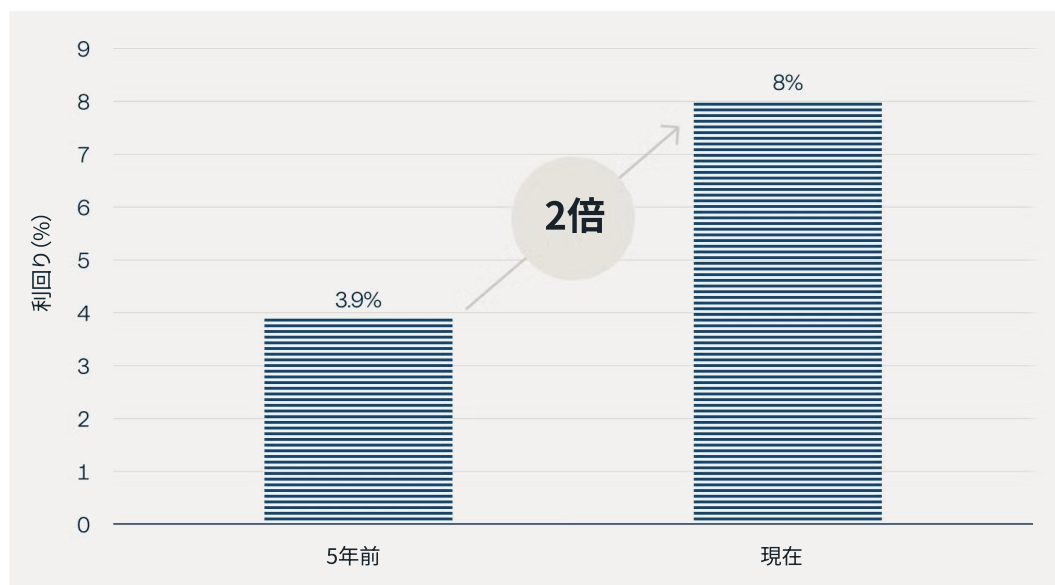
クレジット市場では、平均スプレッドが歴史的に見てタイトな水準にあるものの、金利が高水準にあることから魅力的な利回りが獲得できる環境となっています。上場株式のバリュエーションが割高な水準にある中、クレジット投資から得られる高水準の契約上のインカムは、ポートフォリオ全体の収益向上に寄与すると考えられます。

具体的には、以下のような例が挙げられます：

- **ハイイールド債**：スプレッドは約 300bps にとどまっているものの、利回りは 8%に達しています⁷。5 年前の利回りは 4%を下回っていました⁸。重要なポイントは、ハイイールド債は固定金利であるため、投資家は将来の金利動向にかかわらず、現在の高い利回りを確保できる点です。
- **変動金利資産**：3 年物 SOFR の利回りは 4.5%を超える水準にあることから、シンジケートローンの利回りは 9%を上回っています⁹。こうした資産のクーポンは基準金利の変動に応じて見直されるため、金利変動に伴う価格変動の影響を抑えることができます。

さらに重要なのは、これらの資産では、長期債の価格下落要因となってきた高いデレージョン・リスクを負うことなく、相対的に高い利回りを獲得できる点です。イールドカーブの長期ゾーンでは短期ゾーンよりも高い利回りが得られる一方、金利変動に伴うリスクも大きくなります。

図表 4：ハイイールド債の利回りは再び高水準に



出所：ICE 米国ハイイールド指数、2026 年 9 月 25 日時点。

借り手にのしかかる金利負担

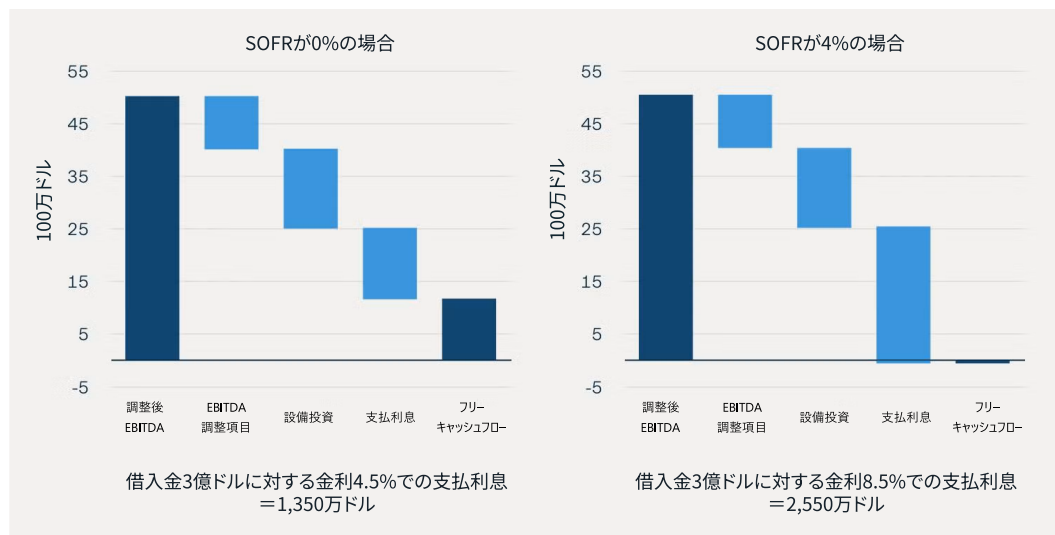
高い利回りは、インカムを求めるクレジット投資家にとって恩恵となる一方、レバレッジの高い企業にとっては大きな課題となっています。

高金利の長期化は企業のキャッシュフローに深刻な影響を及ぼしており、信用力の低い借り手と高い借り手の間で、すでに生じていた格差が一段と広がっています。信用力の低い借り手では、キャッシュフローがすでに圧迫されており、現在、シニアローンの約 10%でキャッシュフロー債務返済倍率が 1 倍を下回っています¹⁰。特に、極めて低い金利環境下で、極めて高いマルチプルで実施された 2021～2022 年のレバレッジド・バイアウト（LBO）案件に伴う債務では、問題が一段と深刻化する可能性があります。

過剰債務を抱える企業が、外部からの資本支援に頼らずに財務状況を改善するには、借入コストの低下か利益の拡大が必要です。多くの企業は前者を当てにしていますが、利下げは実施されておらず、当面見込めない状況となっています。さらに、市場による信用リスクの再評価によってスプレッドが拡大すれば、借入コストの負担が一段と増す可能性があります。そうなると、残された選択肢は売上高を伸ばすことですが、これも容易ではありません。なぜなら、キャッシュフローは事業強化ではなく債務返済に充てられることで成長投資が制約されるほか、可処分所得の減少によって消費者支出が抑制され、売上高の伸びを妨げる可能性があるからです。

このように、利払い負担が引き続きキャッシュフローを圧迫する中、信用力の低い借り手の多くは、救済的な融資や資本面での支援を必要とするでしょう。しかし、従来のクレジット市場ではこうしたニーズへの対応が難しいため、個々の状況に応じて迅速かつ確実に資金を調達できる民間資本を求めることになると考えられます。

図表 5：金利水準の違いが企業のキャッシュフローに与える影響（試算）



例示目的のみ。

新たな金利環境への対応

これまで見てきたように、高金利が続き、借り手間の乖離が拡大する環境において、投資家はどのような投資戦略を取るべきでしょうか。

- **高利回りを活用する：**クレジット投資を通じて、高金利環境がもたらす高水準の確実性に優れたインカムを獲得する。
- **適切なリスク管理でインカムを守る：**格差が拡大する市場環境において、負け組を回避し、インカムの確保に努める。
- **デレション・リスクに注意する：**イールドカーブの長期ゾーンまで投資対象を広げなくても、十分な利回りが確保可能。
- **市場の混乱を捉える戦略を組み合わせる：**インカム重視の戦略に加え、長期化する利払い負担によって生じる市場の混乱を投資機会として捉える戦略を組み合わせる。高水準の利払い負担は今後も信用力の低い借り手の財務状況を圧迫し続けると予想され、救済ローンや高流動性クレジットを割安に取得する機会が拡大すると考えられます。

注記

1. ブルームバーグ・ワールド金利確率（Bloomberg World Interest Rate Probability）
2. 2026 年 9 月 24 日時点
3. 米議会予算局（CBO）、米財務省
4. JP モルガン「AI Capex 2.0」、2026 年 6 月 17 日
5. 2026 年 9 月 25 日時点
6. 2026 年 9 月 25 日時点
7. 2026 年 9 月 25 日時点、ICE 米国ハイイールド指数
8. ICE 米国ハイイールド指数
9. 2026 年 9 月 25 日時点、UBS レバレッジド・ローン指数
10. ピッチブック、2026 年第 2 四半期

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、ブルックフィールド・コーポレーション（以下、「ブルックフィールド」）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。ブルックフィールドは、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ル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、資金調達の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、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、過去または現在の事実と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。



privatewealth.brookfield.com



LinkedIn でフォロー