

2025年クレジット市場および ESG 市場見通し ~リスクに備える~

BNP パリバ証券グローバルマーケット統括本部副会長
チーフクレジットストラテジスト兼チーフ ESG ストラテジスト
中空 麻奈 氏

はじめに

本日は、クレジット市場を通して、米国や欧州、中国のリスクをどうみるかを中心にお話しします。企業経営者の皆様に、どこにリスクがあるかを見つけていただき、後半ではサステナビリティ関係のトピックにも触れます。

1. クレジット市場を考える

クレジット市場のお話は、この市場が安定していれば株式市場も好調ということで、両者は関係しますから金融市場全般の話になるとお考え下さい。債務不履行のリスクに応じて上乗せされるクレジット・スプレッドが小さければ株価は堅調に、広いときは低調になります。

日銀の金融政策からお話しします。最近では金融当

局の政策決定を皆が注目しています。以前なら、知っているのは日銀総裁の名前ぐらいでしたが、今は何という理事が何と言ったかまで注目を集めていて、異常だと思っています。本来、日銀の金融政策は市場が上手く機能しない時のサポート役であるはずですから。日銀には早期に金融市場を正常化させ、市場のことは市場に任せて欲しいと思います。とはいえ、日銀がどう動くかは市場予測のためには必要です。私は、植田総裁は利上げの条件は整っていると思っていますと考えています。賃金が上がっていくのは明らかですから。総裁は為替市場と政治情勢に目配りしているのでしょう。

当社では、2025年と2026年について、世界的に安定的な成長を見込んでいます。CPI（消費者物価指数）については、米国と英国は幾分高めですが、それを除くと2%程度とみています（図表1）。景

図表1：各国の経済成長とCPI（消費者物価指数）の見通し

	経済成長			CPI（消費者物価指数）		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026
米 国	2.8 %	2.1 %	1.3 %	2.9 %	2.9 %	3.9 %
欧 州	0.8 %	1.0 %	1.0 %	2.4 %	2.1 %	2.0 %
ドイツ	▲0.1 %	0.4 %	0.6 %	2.5 %	2.4 %	1.8 %
フランス	1.1 %	0.8 %	0.9 %	2.3 %	1.1 %	1.2 %
イタリア	0.5 %	1.0 %	1.0 %	1.1 %	2.0 %	1.9 %
スペイン	3.1 %	2.5 %	1.8 %	2.8 %	2.2 %	2.2 %
中 国	4.9 %	4.5 %	4.3 %	0.3 %	0.8 %	1.0 %
日 本	▲0.2 %	0.6 %	0.2 %	2.7 %	2.7 %	2.2 %
英 国	0.9 %	1.4 %	0.9 %	2.5 %	3.1 %	2.6 %

出所：BNP パリバ

気は緩やかに成長し、物価も2%近傍に収斂するというので、市場全体として過度な混乱はないとみられます。クレジット市場はどうでしょうか。債券の発行体にとっては、債務不履行のリスクに応じて上乗せされるクレジット・スプレッドが重要です。

クレジット・スプレッドの意味は、皆さんが人にお金を貸すときのことを考えていただければおわかりになると思います。金持ちで間違いなく返してくれる人なら問題ありませんが、お金を返さないかもしれない人なら高い金利を取るでしょう。信用があればクレジット・スプレッドは小幅になり、信用がなければ広がります。米国のIG(インベストメント・グレード、BBB以上の投資適格)のスプレッドは現在78bpですが、2025年末には85bpと予想しているのは、クレジットリスクはわずかですが高まると見るからです。欧州のIGも100bpで横這いと見ており、全体的に安定していると考えられます。

2025年については、世界的に株式も金利も物価も総じて安定し、大崩れすることはないと思っており、これはクレジット市場も同じです。クレジット・スプレッドの大きな決定要因はファンダメンタルズです。現在、企業セクターは成長、収益回復、安全なバランスシートという良好な状況にあります。ファンダメンタルズから見て投資すべきということになるわけで、米国でも欧州でも長らく資金が入り続けています。一方で債券の発行は減っていますので、売り手に有利な状況です。債券価格は上がり金

利は下がりますので、クレジット市場の需給は改善していくでしょう。

2. リスクを考える

(1) トランプ登場とクレジットへの影響

トランプ政権の政策が市場にとって良いのか悪いのかは、非常に難しいところです。例えば、米国株はトランプ当選から一段上昇しました。関税政策を受けた調整はみられますが、米国を強くするため、収益を上げるために帳尻を合わせてくると思いますから、トランプ政権の誕生が米国株投資家にとってプラスの公算は大きいでしょう。これから期待されるニュースとして減税と規制緩和があります。法人税減税幅は現行21%ですが、トランプ氏は選挙中に15%に下げると言いました。そうすると、試算によれば、IG企業では7%増益になり、法人税が1%下がるだけでも2%増益になります。また、規制緩和の1つが損金算入の枠で、現在のEBIT^{注1)}の30%を、減価償却費を加えたEBITDA^{注2)}の30%に変更するという話があります。大統領の支持基盤である化学、鉄鋼といった重厚長大産業にとってはメリットが大きいでしょう。

関税政策は両国のGDPを下押しするものですが、全ての企業に一律に影響するわけではありません。例えば、公益やエネルギーはほぼ中国と関係がないため、収益は安定が続くと見ることができます。また、M&Aも、規制緩和によって資金が集まり、活



注1) EBIT：金利支払い前、税金支払い前の利益

注2) EBITDA：金利支払い前、税金支払い前、減価償却費控除前の利益

発化するでしょう。M&Aが増えれば、米国の企業や金融機関は増益となります。

反対に悪い材料ですが、大統領が移民政策を間違えると、米国経済は厳しくなると思っています。現時点では経済が良好な国は移民によって支えられていることが多くなっています。米国自身がそうですし、欧州では移民に頼るスペインとイタリアが好調です。現在、建設やサービスの労働者の2~3割は移民ですから、トランプ大統領が過剰に厳しいことをやると、人手不足による供給ショックが起きるでしょう。もう1つの懸念は消費で、私は金利が0%から5%まで急上昇した2022年頃以降、疑いの目で見えています。それは、米国の消費は殆ど借りたお金で動いているからです。リボルビングの利用限度額と残高は上昇し、クレジットカードの90日延滞率も上昇しています。無理して買うとどこかで返せなくなるというわけです。ここまで消費が悪くなっていないのは、富裕層が積極的に消費しているため、全体としては徐々に弱まっていると考えるべきではないでしょうか。これら悪い材料が全て顕在化した場合には、米国経済の急激な悪化もあり得ます。

(2) 欧州のリスク

ユーロ圏には27カ国ありますが、大国の景気が良ければ全体を牽引してくれると考えられます。そうするとドイツ、フランス、イタリア、スペインがカギになります。そのような中で、トップの2つ、ドイツとフランスの経済情勢が悪化しており、その結果、ユーロ圏全体として冴えない状況です。これまでのドイツのビジネスモデルは、ロシアから安いエネルギーを買って、高い付加価値がついた良い製品を作り、中国に高く売るということで成り立っていましたが、これが変化しています。また、財政状況もこれまでは健全でしたが、4月に誕生するメルツ政権から先、大きく揺らぐでしょう。何故なら、前政権は景気悪化で不人気となったからで、新政権は財政投入によってドイツの景気を反転させる方針です。しかし、本当にそのようになるのかは不透明です。というのも、日本では長期にわたって財政出動を行いました。失われた30年から逃れられなかったためです。何故ドイツだけ、公的資金を使え



講師 プロフィール

慶應義塾大学経済学部卒。野村総合研究所入所後、野村アセットマネジメントに転じてクレジットアナリストとなる。モルガンスタンレー証券、JPモルガン証券を経て、2008年にBNPパリバ証券クレジット調査部長に就任。同社で現職にあるほか、政府の経済財政諮問会議をはじめ多くの審議会・調査会のメンバーを務める。

ば景気が良くなると言えるのでしょうか。ドイツでは、年間赤字をGDP対比で0.35%に制限するという債務ブレーキの法律が今回緩められました。財政が肥大化、弛緩すると、現在AAAの国債格付けも下がりかねません。そのようなことをして本当に良いのか疑問です。

また、フランスも心配でして、財政赤字対GDP比を毎年1%ポイントずつ減らす方針にあるものの、達成することは難しいのではないのでしょうか。なぜなら、ドイツや日本と同じく、政権が少数与党であるためです。財政は緩み、格付けの低下が予想されます。格下げによる資金調達コストの上昇は、景気に対して悪影響を及ぼします。

このため、ユーロ圏としては、イタリアとスペインに頼らなくてはならない状況です。両国の経済は移民によって支えられていますから、移民が出て行かないように気をつける必要があります。ところが、スペインでは移民反対のデモが行われていますので、やはり欧州は大丈夫なのか、という懸念は消えません。ドイツやフランスが財政で景気を良くしようとするなら、差し当たり欧州株式は買いますが、債務が増えてからはどうなるかわからないという状況です。



(3) 中国のリスク

中国経済はさほど悪くならず、5%程度の成長が続くのではないのでしょうか。ここに来て、自動車小売売上が増加していますが、それは政府が自動車購入の奨励金を出したためです。ポイントはここで、日本などと違って、中国は、政府が決めればすぐに実行して、すぐに効果が出る国だということです。これからも、様々な政策によって経済のベースラインを上げていくことでしょう。

習近平主席の軌道修正もポイントです。習主席は、就任当初「共同富裕」を提唱しました。ところが、中国は、人口14億人のうち半分の7億人は1日2ドル以下で生活している一方、1億円以上持っている人が1億人以上いる、極端に格差のある状況です。皆で豊かになろう、1軒目の家を持っている人は2軒、3軒と手を出してはいけないといった綺麗事では

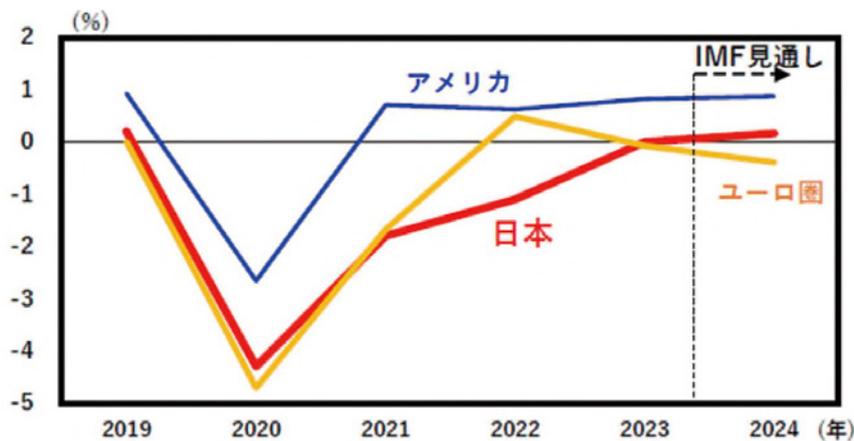
は上手くいきません。結果、不動産が余り、大手も厳しい状況に陥りました。そこで、習主席は2軒目、3軒目を持ってよいと言い始めました。それを受けて富裕層の資金が動くようになりますので、経済はある程度回復してくると思います。ただ、大手不動産グループは膨大な負債を抱え、地方政府も厳しい状況に置かれるなど、マイナス面が大き過ぎますから、持ち直すといっても、再び世界経済を牽引するような力にはならないと思います。

(4) 日本はターニングポイント

ここで日本にも触れたいと思います。私は、自分が社会に出てから、今が一番いい時期であると感じています。マイナスのGDPギャップはなくなり、春闘では3年連続の賃上げとなりそうですし、とてもいいですね。こんなことはこれまでありませんでした。久し振りに金利もついてきました。日本が大きなターニングポイントに立っているのは間違いないと思います（図表2）。

更に良くできるかは、これからの官民の投資が利益を生むものに回って、景気を引っ張ってくれるかにかかっています。財政は、もう無駄なことはしないで、例えばDXの推進など、日本にリターンをもたらしてもらうことに振り向けて欲しいです。それによって実質GDPの1%成長は果たせませすし、それが数年間続けば、日本はもう1回強くなれるでしょう。外国人投資家は、「資金を振り向ける場所は、1番は米国だが、2番は日本だ」と口

図表2：GDPギャップの推移



出所：IMF、内閣府、総務省などより内閣府作成の資料を転載



を揃えて言っています。そういう状況まできているということです。

3. サステナビリティに関連して

トランプ大統領は、DEI（「Diversity（ダイバーシティ、多様性）」「Equity（エクイティ、公平性）」「Inclusion（インクルージョン、包摂性）」）に背を向け、就任演説では、米国には男性と女性と2つしかないと言いました。非常に唐突でしたが、正しいと思っている人達が大勢いるのも事実でしょう。日本でも、女性活躍の過剰な推進について、やり過ぎだと思っている経営者は大勢いるでしょう。NASDAQの上場基準には、役員を5人選ぶなら、1人は女性、もう1人はLGBTQ+などマイノリティでなくてはならないとありました。こうしたやりすぎ感到、皆、辟易していたのだと思います。そして、ウォルマート、マクドナルドやメタなど大企業も多様性の確保を見直し、そうした策を廃止する決断をしています。もっとも、こうした動きはまだ一部に過ぎません。大勢ではないという点、ご注意ください。

また、トランプ大統領は、化石燃料をどんどん掘れと言ひ、再生エネルギーはやめろと言ひ、パリ協定から脱退すると言ひました。大手金融機関の姿勢にも変化が出始めています。しかし、一昨日大雪が

降り、今日はこんなに暑くなっているのもそうですが、気候が異常になっていることは否定できません。今年の夏は45度、46度になるかもしれないといった話を聞くと、やはり温暖化は急速に進んでいると思うわけです。ですから、気候変動対策などは、トランプ大統領が何を言おうと、米国以外の各国が結束して対応しないとイケないと思います。

振れ過ぎた振り子を戻すのは理解できますが、かといって、やらなくてはイケないことまでやめるのは良くありません。欧州というのは、大国と小国の集合であるためルール作りばかりが重視される傾向がありますので、そこに無理に従う必要はありません。日本には日本なりのESGやDEIがあると思います。きちんと日本らしいものを打ち出してイケばよいと思います。個別企業レベルでも、反動が強まったからといって、放棄してはイケません。意外に皆が他社の対応を横にらみしています。サステナビリティに関する情報開示も、面倒だからといってやめてしまったら、これは後退です。サステナビリティの流れが終わったとは思わないでください。

日時：2025年3月21日（金）15：30～17：00

会場：清水園（さいたま市大宮区）