



AI案件の波の中でアルファを創出する



アンドレス・スキーバ
米国債券ヘッド



アン・グリーンウッド、CFA
クライアント担当ポートフォリオ・
マネジャー、米国債券

2026年9月

「投資家の注目は、次の波となるテクノロジー企業の決算と、同セクターの起債の見通しに向けられています。」

AIインフラへの設備投資が減速の兆しを見せない中、AI関連の取引に厳選した投資を行うことの重要性について考察します。

ポイント:

- **AIインフラ構築の資金調達:** AIは現代の経済史において最も重要な資本形成サイクルの1つを生み出しており、拡大し相互に結びついたデットファイナンス型のエコシステム全体のなかで、前例のない水準の資本投資を必要としています。
- **クレジット市場の再形成:** 資金調達がハイパースケーラーによるものだけではなく、ハイ・イールド債、レバレッジド・クレジット、証券化商品へと広がる中で、債券供給の急増が債券市場を構造的に再形成しています。
- **アルファ創出の機会:** 私たちは、現在の状況が債券投資家、とりわけ一時的なボラティリティに耐え、中期的な見通しを採用できる投資家にとって、アルファを創出しトータルリターンを高める機会をもたらしていると考えています。

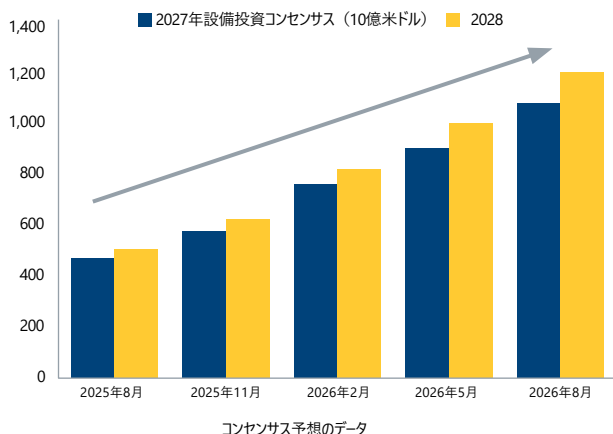
地政学ではなくAIが市場を支配

良くも悪くも、クレジット市場は中東関連のヘッドラインを追う局面からおおむね脱しました。代わりに、債券投資家の注目は、テクノロジー企業の決算と、AIスタック全体における起債の見通しに向けられています。

決算内容については、それほど語ることはありません。データはAI導入の増加と、堅調なビジネス・パイプラインおよびこれまでの力強い業績を示しています。しかし懸念されるのは、設備投資見通しが際限なく上昇していることです。コストインフレや膨大なデータ処理ニーズが一因であったりしますが、AI開発の資金を賄うための資本調達競争は加速し続けています。私たちは、AI関連の設備投資が2026年だけで1兆米ドルに迫る可能性が高く、2027年にはさらなる増加が見込まれるとみています。

図表1: ハイパースケーラーの設備投資額に対する大幅な修正

2027年のハイパースケーラーの設備投資コンセンサスは、2025年8月（4,800億米ドル）から2026年8月（1兆880億米ドル）にかけて127%増加



出所: BofA、2026年8月時点

高まるデット・ファイナンスへの依存

これはクレジット市場に課題を突きつけます。大規模な増資が行われない場合、これらすべてを内部キャッシュフローと負債で賄う必要があるからです。設備投資の予算が拡大するにつれ、負債は膨らんでいくばかりとなります。これが、まさに今、私たちが目の当たりにしていることです。

年初の時点で、投資家は、ハイパースケーラーがそのニーズを賄うために米ドル以外の市場を開拓し始めていることに安心感を持ちました。また、Googleの大規模な増資も歓迎しました。しかしその後、設備投資の予算が上昇し続ける中で、起債への懸念が再燃しています。さらに、Googleに続いて大規模な増資を実施する発行体は現れず、ハイパースケーラーの起債は、特定のデータセンター・プロジェクトによる大型案件や、間もなく登場するGPU向けファイナンス・ビークルの案件に上乗せされて実施されています。

「数年後に市場を振り返ったとき、この時期は魅力的なバリュエーションで高品質な資産を取得できる、またとない好機であったと見なされるものと確信しています。」

起債の波が増資によって緩和されることはないという認識が、投資適格債とハイ・イールド債の双方でAI関連銘柄の売りにつながりました。発行体は案件を成立させるためにより高いプレミアムを提示せざるを得ず、その結果として既発債のスプレッドが調整しました。大量の案件が公表される局面では、新たな均衡点を見出すために、市場はよりワイドなスプレッドを求めています。まだ市場に出していない案件のパイプラインが大量に控えているため、このプロセスはしばらく続く可能性があります。

スプレッドのワイド化が生む投資機会

しかし中期的には、スプレッドのワイド化が「AI供給プレミアム」を獲得する機会を創出していると捉えています。市場スプレッドの割高感を感じ始めている投資家に、スプレッドのワイド化はその補償となります。さらに長期的には、このことは、投資家が上乗せのスプレッドとキャリアを得られるだけでなく、以下のような機会も創出していると考えています：

- 資本集約度と資本へのアクセスが「持てる者」と「持たざる者」の格差を広げる中で、拡大する差別化による恩恵を受けられる
- クレジット・カーブ全体における期間構造のスプレッド・プレミアムとレティブ・バリューを捉えられる
- 今後数年で2兆米ドル超（一部の推計ではそれを大きく上回る水準）に成長すると予想されている、AIのデット・ファイナンス市場全体（これは、現在の米国ハイ・イールド市場全体を上回る規模の投資機会を創出）で生じる投資機会を活用できる

魅力的なバリュエーションと厳選したエクスポージャー

バリュエーションはかなり魅力的な水準に達しつつあるとの見方から、この分野では緩やかかつ厳選した投資を選好しています。ただし、いくつか重要な留意点があります。投資適格債では、大半の高格付けハイパースケーラーについては慎重に見ています。というのも、起債の波が相次ぐたびに、それらのスプレッドがOracleのような銘柄へと収斂していく可能性が最も高いとみているためです。一部のデータセンター案件は選好しますが、対象は、将来の借り換えリスクが生じない完全返済構造を持つもの、あるいは優良テナントによる盤石な残価保証をもつ銘柄に限定しています。

ハイ・イールド債では、プロジェクトが構築されるとともに投資適格社債市場またはABS市場で借り換えが実施可能で、2年以内にコールされる可能性が高いと強く見込まれる銘柄を選好します。

今後、AI関連分野でボラティリティの高さが長期化する展開も容易に想定されるため、ポジション・サイズは保守的としながら、銘柄を分散していき、バリュエーションだけで判断せず、ストラクチャーが脆弱な銘柄は回避する方針です。

まとめ

数年後に市場を振り返ったとき、この時期は、魅力的なバリュエーションで高格付けな資産に投資を行うことが出来、「持てる者」と「持たざる者」を選別する綿密なクレジット審査の作業が報われ、そして市場が調整していく中でアクティブで機動的なポートフォリオを通じて投資機会を捉えることのできた、またとない好機であったと見なされると予想しています。

執筆者

アンドレス・スキーバ

米国債券チームヘッド

米国ミネアポリスおよびスタンフォードを拠点とするRBCブルーベイ米国債券チームヘッドです。就任した2021年に、ブルーベイの米国事業はRBC GAM (U.S.)に統合されました。就任以前は、先進国市場チームでシニア・ポートフォリオ・マネジャーとしてグローバル・レバレッジド・ファイナンスおよび投資適格債と金利を8年間担当しました。2005年に入社する前は、投資銀行でクレジット・アナリストとして欧州の投資適格の通信・メディア・公益セクターを担当していました。2001年に投資業界でのキャリアをスタートしました。英国マンチェスター工科大学（現マンチェスター大学）で経営学および国際ビジネス経済学の理学士号（優等学位）を取得。CFA保有。

アン・グリーンウッド、CFA

米国債券チーム、クライアント担当ポートフォリオ・マネジャー

RBCグローバル・アセット・マネジメント（米国）のクライアント担当ポートフォリオ・マネジャーで、米国債券を専門としています。2025年に入社する以前は、Wellington Management Companyで投資ディレクターを務め、LDI（負債主導型投資）と米国投資適格債を担当。2010年から2022年までJ.P. Morgan Asset Management (JPMAM)で複数の職務を歴任し、エグゼクティブ・ディレクター兼グローバル・クレジット投資スペシャリストとして、JPMAMのグローバル・クレジット顧客関係を統括しました。米国プリンストン大学で社会学の学士号(A.B.)を取得。CFA保有、FINRAシリーズ7及び63の資格保有。

ディスクレマー

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号
一般社団法人 資産運用業協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく主な手数料や費用等は以下ようになります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。最終的な料率・計算方法等は、お客様との個別協議により別途定めることになります。

(年率、税抜き)	債券戦略				株式戦略
	ベンチマーク戦略	トータル・リターン戦略	絶対リターン戦略	プロライアント戦略	
運用管理報酬（上限）	0.70%	1.30%	1.30%	1.55%	1.00%
成功報酬（上限）	-	20.00%	20.00%	20.00%	-

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。
この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク

為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク

信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク

流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク

カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社の書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡ししますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上



RBC BlueBay
Asset Management