



日本株月次レポート | 2026年4月

## 原油高とプライベートクレジット



中塚 浩二  
株式、日本CIO

中東情勢の緊迫化により原油価格が急騰し、史上最大級の供給混乱との見方が広がっています。価格上昇だけでなく、原油および原油由来の化学品の調達リスクが懸念されています。

通産省（現・経済産業省）在職中に堺屋太一氏が上梓した『油断！』（注1）は、高度成長後の日本が「危機はもう来ない」という空気に包まれ、リスク感度を失っていく過程を描いた経済小説です。原油は単なる資源ではなく国家安全保障と直結する「戦略物資」であり、その価格変動は政治の鏡であると指摘しています。堺屋氏が警鐘を鳴らした「油断」とは、リスクの存在を忘れることなく、リスクを知らながらも「起きるはずがない」と確信してしまう状態を意味していました。

こうした危機意識の共有もあり、オイルショック後同書執筆時は60日程度だった石油備蓄量は、現在では250日以上へと積み増されています。その結果、現在の中東緊迫化の中でも日本国内はパニックに陥らず、直ちに極度の懸念にまではいたらないとの見方が外国人投資家の日本株への一定の安心感にもつながっています。一方で、さまざまな化学製品の原料となるナフサは60%を輸入に依存し、備蓄量は約20日とされます。非常時には原油備蓄から国内でナフサを生産して対応するという前提があったようですが、ナフサは原油蒸留工程の副産物であり、他製品との生産バランスの制約から供給力を機動的に引き上げることが容易ではないとされています。

同時に金融市場では、中東紛争とは別の懸念として、プライベートクレジット市場の不透明感が投資家心理を冷やしています。リーマンショック以降の規制強化により銀行融資が制約される中、ノンバンクによる高リスク融資が拡大しました。過剰流動性を背景に利便性の高いノンバンク融資が広がる一方で、一部ではモラルハザードも生じ、融資先企業の破綻ニュースが増加しています。

もっとも、多くの専門家は、依然として世界的な流動性が潤沢であり、与信費用も安定していることから、これが金融危機に直結する可能性は低いと見えています。融資先企業の中にはAIによる代替可能性が懸念されるソフトウェア企業も多いものの、こうした個別案件のリスクはどのファンドにもつきまとう性格のもので、体系的リスクとは見なされていません。また、原油価格上昇が直接的に財務悪化を引き起こし得る融資先は多くないと見方が支配的なため、中東情勢・原油高とプライベートクレジット市場はそれぞれ別々の独立した懸念要因として議論されています。

注1：《参考》日本経済新聞社、堺屋太一、1975年1月、『油断！』  
注2：《参考》文春文庫、松本清張、2009年11月、『空の城』

\* 当資料及びコメントはあくまでも参考として情報を提供しており、第三者等への配布物用では無い旨ご留意ください。

しかし、プライベートクレジットファンドの多くは非公開であり、個別の借入条件・担保構造・資金繰り状況などは開示されません。詳細なボトムアップ分析を行えるアナリストがほとんど存在しないという事実自体が、市場の不透明感を高めています。

松本清張の『空の城』（注2）では、オイルショックと原油高が引き金となって破綻した名門商社をモデルに、原油をめぐる利権が政治家・官僚・企業を結びつけ巨大権力を形成したものの、実態は不透明な取引と相互依存による脆い均衡にすぎなかったことが描かれました。外部環境の変化によってその均衡がいかにか容易に崩れ去るかを描いています。

プライベートクレジット市場に蓄積される不透明なリスク構造は、この「脆い均衡」を想起させる側面があります。平時には問題が表面化しにくい一方、環境が変化すれば連鎖的な影響が顕在化する可能性があります。プライベートクレジットが本格的に拡大してからわずか10年程度であるため、ストレス環境下でどのような連鎖が生じるかの実証が十分に存在しない点も懸念材料となります。

“原油高がプライベートクレジットへ与える悪影響は小さい”、との楽観論の背後に、把握されていないリスクが潜んでいる可能性には注意が必要です。原油高が世界的なコストプッシュインフレを押し上げ、先進国の金融政策が利下げ期待から一転して利上げ方向へ傾き締め局面が生まれれば、プライベートクレジット市場への悪影響が拡大するというテールリスクは無視できません。“起きるはずがない”という思い込みを捨て、世界的な金融市場と投資家心理の構造変動を適切に読み解き、その影響を見極められるかどうか、運用会社の全方位的な調査・分析能力と洞察力が問われる局面と考えます。

#### 【ご留意事項】

- ・ 本資料は、アリアンツ・グローバル・インベスターズまたはグループ会社（以下、当社）が作成したものです。
- ・ 特定の金融商品等の推奨や勧誘を行うものではありません。
- ・ 内容には正確を期していますが、当社がその正確性・完全性を保証するものではありません。
- ・ 本資料に記載されている個別の有価証券、銘柄、企業名等については、あくまでも参考として申し述べたものであり、特定の金融商品等の売買を推奨するものではありません。
- ・ 過去の運用実績やシミュレーション結果は、将来の運用成果等を保証するものではありません。
- ・ 本資料には将来の見直し等に関する記述が含まれている場合がありますが、それらは資料作成時における当社の見解または信頼できると判断した情報に基づくものであり、将来の動向や運用成果等を保証するものではありません。
- ・ 本資料に記載されている内容・見解は、特に記載のない場合は本資料作成時点のものであり、既に変更されている場合があります、また、予告なく変更される場合があります。
- ・ 投資にはリスクが伴います。投資対象資産の価格変動等により投資元本を割り込む場合があります。
- ・ 最終的な投資の意思決定は、商品説明資料等をよくお読みの上、お客様ご自身の判断と責任において行ってください。
- ・ 本資料の一部または全部について、当社の事前の承諾なく、使用、複製、転用、配布及び第三者に開示する等の行為はご遠慮ください。
- ・ 当社が提案する戦略および運用スキームは、グループ会社全体の運用機能を統合したものであるため、お客様の意向その他のお客様の情報をグループ会社と共有する場合があります。
- ・ 本資料に記載されている運用戦略の一部は、実際にお客様にご提供するにあたり相当程度の時間を要する場合があります。

#### 対価とリスクについて

##### 1. 対価の概要について

当社の提供する投資顧問契約および投資一任契約に係るサービスに対する報酬は、最終的にお客様との個別協議に基づき決定いたします。これらの報酬につきましては、契約締結前交付書面等でご確認ください。投資一任契約に係る報酬以外に有価証券等の売買委託手数料、信託事務の諸費用、投資対象資産が外国で保管される場合はその費用、その他の投資一任契約に伴う投資の実行・ポートフォリオの維持のため発生する費用はお客様の負担となりますが、これらはお客様が資産の保管をご契約されている機関(信託銀行等)を通じてご負担頂くことになり、当社にお支払い頂くものではありません。これらの報酬その他の対価の合計額については、お客様が資産の保管をご契約されている機関（信託銀行等）が決定するものであるため、また、契約資産額・保有期間・運用状況等により異なりますので、表示することはできません。

##### 2. リスクの概要について

投資顧問契約に基づき助言する資産又は投資一任契約に基づき投資を行う資産の種類は、お客様と協議の上決定させていただきますが、対象とする金融商品及び金融派生商品（デリバティブ取引等）は、金利、通貨の価格、発行体の業績・財務状況等の変動、経済・政治情勢の影響を受けます。従って、投資顧問契約又は投資一任契約の対象とさせて頂くお客様の資産において、元本欠損を生じるおそれがあります。ご契約の際は、事前に必ず契約締結前交付書面等をご覧ください。

アリアンツ・グローバル・インベスターズ・ジャパン株式会社  
金融商品取引業者 関東財務局長(金商) 第424号一  
般社団法人日本投資顧問業協会に加入  
一般社団法人投資信託協会に加入  
一般社団法人第二種金融商品取引業協会に加入