



注目すべきクレジット市場のダイナミクス



ティム・リアリー
シニア・ポートフォリオ・マネジャー
レバレッジド・ファイナンス・チーム

2026年5月

「プライベート・クレジット市場のテクノロジーおよびソフトウェア企業への約20%のエクスポージャーは、機関投資家にとって注目の的となっています。」

プライベート・クレジットのソフトウェアへのエクスポージャーは、AIディスラプション・リスクに直面しています。デフォルトの可能性はありますが、公募のハイ・イールド債はより安全なポジションを提供する可能性があります。

ポイント:

- **集中エクスポージャーが資本制約に直面する:** プライベート・クレジットのソフトウェアへの約20%の配分は、キャッシュフローではなく将来の収益見通しに基づいて引き受けられており、需給面からの制約との危険な衝突に直面しています。
- **2028年の償還の壁が差別化された結果を誘因:** プライベート・デットとレバレッジドローン全体のソフトウェア銘柄の約3分の1が、今後3年間でリストラクチャリングに直面する可能性があります。これにより、独自データで優位性を持つ企業と脆弱なニッチ・プロバイダーとの間で、パフォーマンスの著しい格差が生じる可能性があります。
- **クオリティと流動性が利回りに勝る:** ハイ・イールド債は、プライベート・デットやレバレッジドローンと比較して、より安全なリスク調整後のポジションを提供する可能性があります。より幅広い投資家のアクセス、より高い透明性、そしてCCC格へのエクスポージャーはより低いなかで、2月の下落は投資家に選別的な投資機会を生み出しました。

プライベート・クレジット市場におけるソフトウェア資産の集中は、デフォルトリスク、市場への波及効果、そしてAI主導のディスラプションに直面する中で機関投資家がどのようなポジションを取るべきかという重要な問題を提起しています。

プライベート・クレジット市場のテクノロジーおよびソフトウェア企業への約20%のエクスポージャーは、急速な人工知能の進歩の時代を乗り越えようとする機関投資家にとって注目の的となっています。この集中は、プライベート・クレジット市場の固有の構造的特性と2028年に迫る償還の壁と相まって、慎重な分析と戦略的なポジショニングを必要とする複雑なリスク環境を生み出しています。

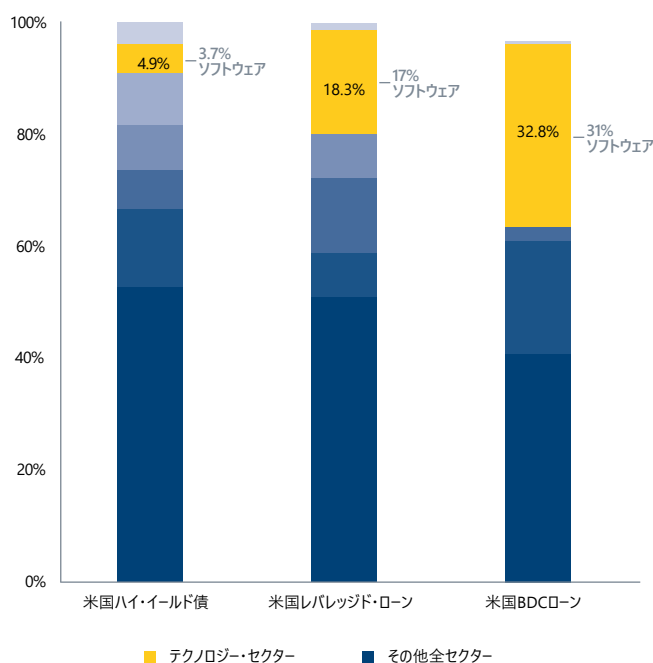
集中の理解

プライベート・クレジット・ポートフォリオにおけるソフトウェアへの高い配分は偶然ではありません。プライベート・エクイティ・ファームは歴史的に、資産的な特性、魅力的な成長軌道、堅調なフリーキャッシュフロー見通しから、ソフトウェア企業の買収を好んできました。直近12ヶ月のEBITDAやキャッシュフローに基づく従来の融資とは異なり、このソフトウェアへのエクスポージャーの多くは、継続的な成長と顧客維持を前提とした将来予測型指標である年間経常収益（ARR）の予測値に基づいて引き受けられています。

この引受アプローチは、プライベート・クレジットにおける多くのソフトウェア企業が従来の資金調達チャネルへのアクセスに苦勞するという現実を反映しています。これらの企業は通常、格付けがなく、高レバレッジであり、プライベート・デット構造が提供する機密性を必要としています。設計上、プライベート・デットは参加者が限定された不透明なクラブ的市場として機能しており、これは好調時には借り手にとって有利な特徴ですが、状況が悪化すると深刻な課題を生み出します。

レバレッジドローン市場も同様の状況であり、ソフトウェアとテクノロジーへのエクスポージャーは約18%、米国のBDC（事業開発会社）ローンは平均30%超のエクスポージャーを持っています。しかし、米国のハイ・イールド債市場は全く対照的であり、同セクターへの配分はわずか5%です。業界が潜在的な混乱に直面する中で、クレジット市場全体でのこのようなエクスポージャーの差は極めて重要となるでしょう。

レバレッジド・ファイナンス・セクター全体のテクノロジーへのエクスポージャー



出所: ICE BofA, Bloomberg, 2026年2月28日時点。注: US High Yield IndexはICE BofA US High Yield Indexを、Leveraged LoansはBloomberg US Leveraged Loan Indexを指します。BDC（事業開発会社）ローンは、Bloombergにおいてinstrument source = BDCのローンのサブセットを指し、米ドル建てのみです。

デフォルトの質問

すべての投資家の頭にある疑問は、このソフトウェアセクターへの集中がデフォルトの波につながるかどうかということです。詳細なデューデリジェンスなしに個別企業の破綻を予測することは不可能ですが、市場のダイナミクスは、プライベート・デットと広範なシンジケートローンの両市場においてソフトウェア銘柄の約3分の1が、今後3年間でリストラクチャリング、ディストレスト・エクステンジ、または破産申請に直面する可能性があることを示唆しています。

「すべての投資家の頭にある疑問は、このソフトウェアセクターへの集中がデフォルトの波につながるかどうかということです。」

重要なことに、このリスクは現在のスプレッド、特にプライベート・クレジットにおいては適切に反映されていないようです。新規のプライベート・デット案件のスプレッドは約100ベースポイント拡大していますが、既存のポートフォリオの評価額はまだまだ大きく調整されていません。プライベート・デットの特徴である不透明性により、強制売却が始まるまで真の価格発見は困難です。

このストレスのタイムラインは重要です。真のプレッシャーポイントは、大規模な償還の壁が市場を直撃する2028年に到来します。2027年には、資本市場へのアクセスを持つ企業が、返済期限を延長するための積極的な借り換えの取り組みを開始するでしょう。借り換えを確保できない企業は、2028年の償還期限が近づくにつれて困難な選択を迫られることになります。

市場ダイナミクスの需給面

ファンダメンタルズの信用懸念に加えて、需給要因が今後の行方に大きな影響を与えるでしょう。レバレッジドローンの主要な買い手であるローン担保証券（CLO）市場は、制約の高まりに直面しています。CLOピークルは、ソフトウェアへのエクスポージャーと低格付けのB-クレジットという2つの重要な分野で最大アロケーションに近づいています。さらに、多くのCLOはCCC格付け保有の上限に近づいており、格下げを吸収する能力が制限され、エクイティ投資家へのキャッシュフロー配分が停止されます。

これは問題のあるダイナミクスを生み出します。ソフトウェア企業がパフォーマンスの課題と格下げに直面する中、その債務の自然な買い手は同時にキャパシティの制約に到達しつつあります。その結果、これらの借り手が最も流動性を必要とするときに、利用可能な資本の入口はまさに狭まっています。

プライベート・デットは、この課題のさらに深刻なバージョンに直面しています。プライベート・デット案件にアクセスし分析できる投資家基盤は限定されており、これは機密保持のために設計された構造的な特徴ですが、ストレス時には不利に働きます。ファンドが解約請求に直面し資産を売却する必要がある場合、潜在的な買い手のプールは劇的に縮小します。数百の投資ファンドが投資機会を検討する可能性のある広範なシンジケート市場とは異なり、プライベート・デット案件には適格な買い手がほんの一握りしかいない場合があります。

システミック・リスクの評価

こうした課題にもかかわらず、この状況は金融システムにシステミック・リスクをもたらすようには見えません。現在の規制環境は、これらの集中エクスポージャーを地方銀行のバランスシートから排除することに成功しており、これは2008年以前のダイナミクスとの決定的な違いです。保険会社や年金基金は分散されたポートフォリオを維持しており、プライベート・デット・ファンドのゲートメカニズムは設計通りに機能し、機関投資家を強制清算から保護しています。

市場は、世界金融危機時と比べて根本的に安全です。しかし、「システミックではない」ことは「影響がない」とことは同義ではありません。特定のセクターや個別の発行体は、現在の水準から大幅に値下がりする可能性があります。ソフトウェアセクターにおける勝ち組と負け組を区別できない投資家は、大きなパフォーマンスの逆風に直面する可能性が高くなります。

勝ち組と負け組の見極め

すべてのソフトウェアへのエクスポージャーが同じというわけではありません。独自データに最も近い企業は、それが顧客データ、コンプライアンス情報、あるいは銀行業務ソフトウェアのいずれであっても、ディスラプション・リスクが低くなります。これらの企業は、全面的な置き換えに直面するよりも、AIを活用して自社のサービスを強化する可能性が高いでしょう。

同様に、ハードウェアソリューションに統合されている、サイバーセキュリティのニーズに対応している、あるいは投資適格の顧客にサービスを提供しているソフトウェア企業は、より持続性のあるビジネスモデルを示しています。既存の債券市場および株式市場へのアクセスを持つ上場企業は、複数の資金調達源とより幅広い投資家基盤から恩恵を受け、ストレス時により良い選択肢を持つことができます。

反対に、ニッチなエンタープライズ・ソフトウェア・プロバイダー、特に高いレバレッジ倍率（10-12倍）で狭いエンドマーケットにサービスを提供している企業は、重大な脆弱性に直面しています。コールセンター・ソリューションやその他の容易に複製可能なサービスは、競争力が急速に損なわれる可能性があります。単一トランシェ・シニア担保付ストラクチャーで財務の透明性が限られているプライベート企業は、償還期限が近づくにつれて借り換えの選択肢を見つけるのに苦労するでしょう。

戦略的なポジショニング

機関投資家にとって、この環境はクレジット市場全体で「クオリティ重視」のアプローチを求めています。ハイ・イールド債市場は、広範なシンジケートローンおよびプライベート・デットの両方と比較して、魅力的なレティブ・バリューを提供しています。CCC格付けへのエクスポージャーが低く、BB格の比率が高く、公募市場を通じた透明性が高く、より広範な投資家基盤へのアクセス（プライベート・デットの握りに対して300-500の潜在的ファンド）があるため、ハイ・イールド債はより良いリスク調整後リターンを提供する可能性があります。

ソフトウェアセクターに限って言えば、2月の市場調整は、一部の投資家にとって魅力的なエントリーポイントを生み出しました。すべてのソフトウェア企業が自社の存亡に関わるAIリスクに直面しているわけではなく、無差別な売りはクレジットの質を見分けることができる投資家にとって投資機会を生み出しています。

今後24カ月間で、良好なパフォーマンスのソフトウェア・クレジットがレバレッジド・ローンを債券に借り換え、制約のあるCLOの買い需要から退出する可能性が高いです。この借り換えの波は、アクティブなハイ・イールド・マネジャーにとって追加的な投資機会を生み出す一方で、ローン市場のディストレスト・セグメントにさらなる圧力をかけるでしょう。

まとめ

プライベート・クレジットのソフトウェアへの集中は、需給要因による市場の制約と迫り来る償還の壁と相まって、今後3年間でクレジット・パフォーマンスに大きな格差を生み出すでしょう。システミックな脅威ではないものの、この環境はアクティブ運用、慎重なクレジット選択、そしてより高品質でより流動性の高い市場セグメントへの戦略的なポジショニングに報酬をもたらす可能性があります。安全な資本を持つディストレスト債の専門家にとって、今後の市場の混乱は投資機会となる可能性があります。しかし、従来の機関投資家にとっては、今後の道筋は、プライベート市場の制約が強まるなか、利回りを求めながらも、透明性、流動性、クオリティを重視することになります。

勝ち組には、市場が構造的な課題に直面しており、すべての投資機会に参加しないこと自体が重要な投資判断であると認識する投資家が含まれることとなるでしょう。

「ソフトウェアセクターにおける勝ち組と負け組を区別できない投資家は、大きなパフォーマンスの逆風に直面する可能性が高くなります。」

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となります。

(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	プライベート戦略	
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