



AIとソフトウェアの破壊的変革： クレジット市場への影響



ティム・リアリー
シニア・ポートフォリオ・マネジャー



アン・グリーンウッド
クライアント担当
ポートフォリオ・マネジャー

2026年5月

「私たちの見解では、この調整は、米国ハイ・イールド債において相対価値の投資機会を生み出す可能性があります。」

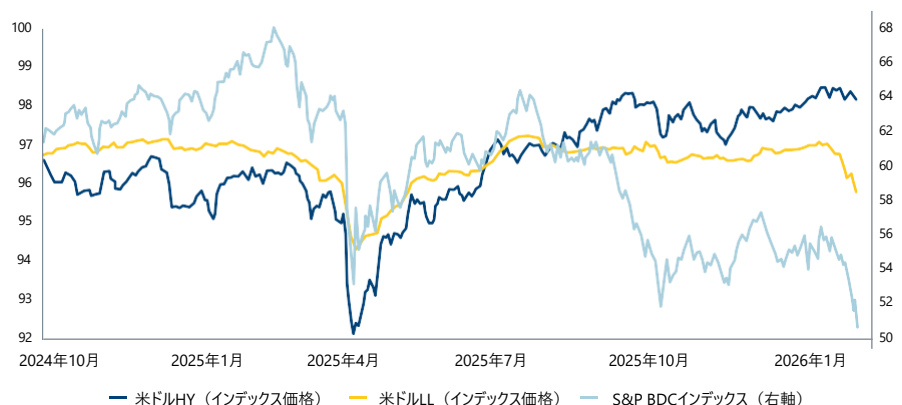
ポイント:

- **ソフトウェアが標的に：**テクノロジーセクター、特にソフトウェアは、構造的陳腐化への懸念が広がったため、1-3月期の債券市場全体のリプライシングの震源となりました。最大の影響は、ソフトウェアがポートフォリオにおいて不均衡に大きなシェアを占めるレバレッジド・クレジット市場で見られました。
- **リプライシングが投資機会を創出：**この調整は、他のレバレッジド・ファイナンス市場と比較して、米国ハイ・イールド債において相対価値の投資機会を生み出す可能性があります。ソフトウェア・リスクへのエクスポージャーの低さ、構造的な質の向上、および堅調な需給要因によって、AI主導の市場環境において、クレジット債のなかで米国ハイ・イールド債は堅固で魅力的な立ち位置にあると考えています。
- **より流動性の高い代替手段：**集中リスクを回避しながら利回りを求める投資家にとって、この資産クラスはソリューション、すなわち、魅力的な絶対利回り、潤沢な流動性、そしてソフトウェア・セクターの混乱に対する防衛線を提供すると見えています。

2026年1-3月期は、クレジット市場にとって明確な転換点となりました。地政学的な不確実性、進化するAI主導の破壊的リスク、およびプライベート・クレジットへの監視の高まりが相まって、債券市場全体で大幅なリプライシングが進みました。

テクノロジー・セクター、特にソフトウェアは、構造的陳腐化への懸念が広がったため、このリプライシングの震源地となっています。最大の影響は、ソフトウェアおよびソフトウェア・サービスがポートフォリオにおいて不均衡に大きなシェアを占めるレバレッジド・クレジット市場の一部で見られます。

図表1：レバレッジド・ファイナンス市場における価格推移



出所：Deutsche Bank、Bloomberg Finance LP、2026年2月9日時点

最近のスプレッド拡大は、低格付けおよび市場のダイレクト・レンディングに大部分が限定されていますが、より広範な市場への波及リスクは投資家を警戒させ続けています。

私たちの見解では、この調整は、特に他のレバレッジド・ファイナンス市場と比較した場合、米国ハイ・イールド（HY）債において相対価値の投資機会を生み出す可能性があります。ソフトウェア・リスクへのエクスポージャーの低さ、構造的な質の向上、および堅調な需給要因によって、AI主導の市場環境において、クレジット債のなかで米国ハイ・イールド債は堅固で魅力的な立ち位置にあると考えています。

意味のあるリプライシングの始まり

最近のスプレッド拡大は、ファンダメンタルズによる調整を反映しており、2つの相互に関連するテーマが左右しています。そのことを投資家は把握し、パーツをつなぎ合わせようとしています。

1. AIによる代替リスク

AIの能力は急速に進化しており、ソフトウェアはAIの恩恵を受ける側から破壊対象へとシフトしています。単一の垂直市場および狭い分野に焦点を当てた事業者は、構造的陳腐化の圧力に直面しており、投資家の懸念は以下の点に集中しています：

- 競争優位性の低下による**デフォルト確率の上昇**。
- ソフトウェア業界におけるアセットライト型ビジネスモデルを前提とした**回収価値の圧縮**。
- AIネイティブな環境で競争力を維持するための**再投資要件の加速**。

2. セクター集中によって増幅されたプライベート・クレジットの引受懸念

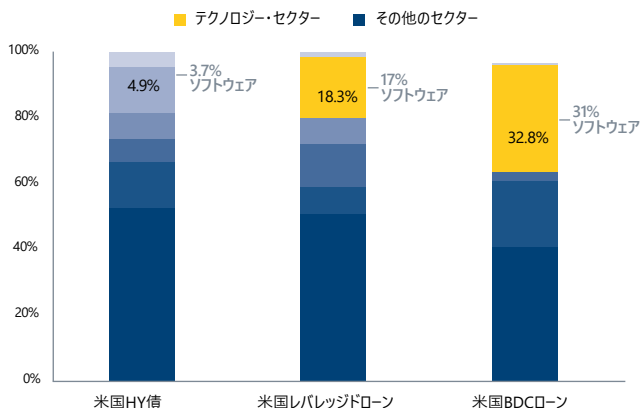
長年にわたるプライベート市場への資金流入により、これらのポートフォリオ内で深刻なセクター・クラスタリングが生じています。ソフトウェアへのエクスポージャーはセグメントによって著しく異なり、プライベート・クレジットではエクスポージャーの25～35%を占めています。

この間、この集中度の高まりはゼロ金利環境に覆い隠されており、コストを度外視した成長という考え方が支配的でした。金利が正常化し、AIによる代替が顕在化するにつれ、構造的な脆弱性が明らかになりました。

見過ごされた集中リスク

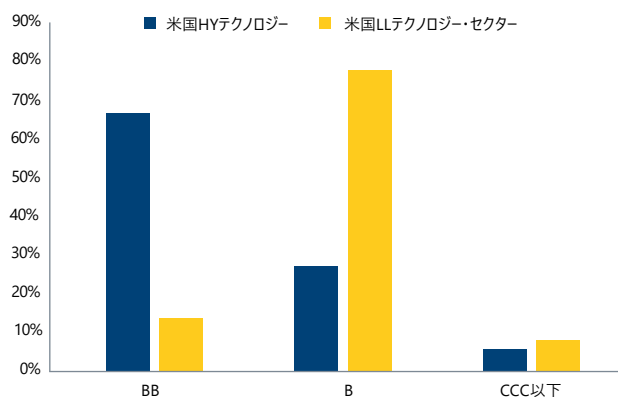
そして、おそらくほとんどの投資家が不意を突かれたのは、この特定のリスクの最大の集中がどこにあったか、そして市場の特定のセグメントがより大きなエクスポージャーを抱えていたことでした。ソフトウェアへのエクスポージャーの割合は、米国ハイ・イールド債と比較して、米国レバレッジドローンおよびBDCプライベート・クレジット市場においてははるかに集中度が高く（図表2）、低格付けとなっています（図表3および4）。同時に、資産成長ベースでは、増加資金の大部分がこれらの低格付けの変動金利市場に流入しています。その結果、流動性や分散、透明性のある価格設定の欠如に関する懸念は妥当であると思われる。

図表2：レバレッジド・ファイナンス各セクターにおけるテクノロジーのエクスポージャー



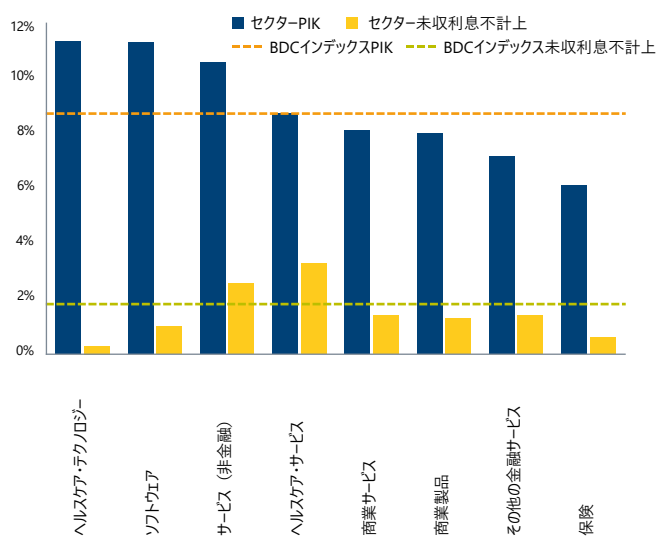
出所：ICE BofA, Bloomberg, 2026年2月28日時点
注：米国ハイ・イールド・インデックスはICE BofA US High Yield Index、レバレッジドローンはBloomberg US Leveraged Loan Indexを指します。BDC(事業開発会社)ローンは、Bloombergにおいて商品ソース = BDCのローンのサブセットを指し、米ドル建てのみです。

図表3：米国ハイ・イールド債およびレバレッジドローンのテクノロジーセクターの格付け内訳



出所：Bloomberg, ICE BofA US High Yield Index, 2026年2月28日時点

図表4：セクター別BDC PIKおよび未収利息不計上率



出所：Deutsche Bank, Bloomberg Finance L.P., Pitchbook, S&P, 2026年2月9日時点

ソフトウェアの売り：何が過剰で、どのようなリスクがまだ残っているのか？

ソフトウェアを取り巻く懸念は妥当であると考えていますが、コアとなる企業システムの置き換えは依然としてコストがかかり、リスクを伴います。即時の代替が一部の企業を脅かす一方で、私たちの見解では、より大きなリスクは長期的な再投資圧力であると考えています。

以下では、AIによる代替の潜在的リスクにさらされているソフトウェアの大まかな種類を特定します：

図表5：テクノロジー・リスクの階層

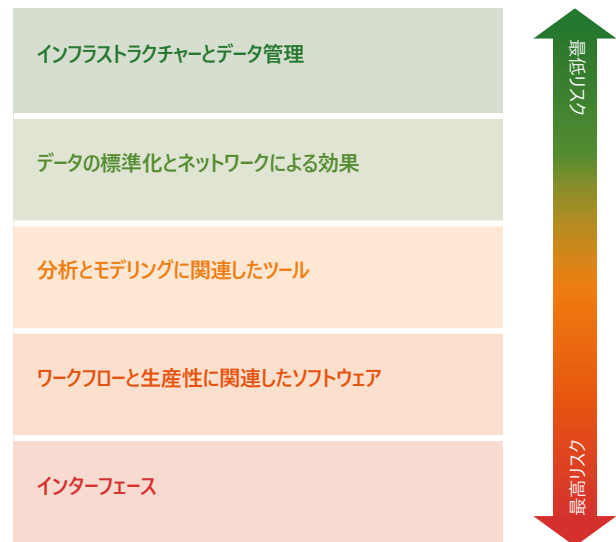
インフラストラクチャーとデータ管理：記録システム – 企業にとって中央となる記録体系。データ所有がここに集中しており、AIが学習するものがここにある。保管基準があり、構造面や規制面から他のシステムに変更することは大きな費用が必要。

データの標準化とネットワークによる効果：業界基準となっている自社データは、代替が効かない。その基準自体が商品として機能する。

分析とモデリングに関連したツール：データの分析や最適化に用いられる業界固有のリスクモデルと分析ツール。これまでは専門家チームを必要としていたが、AIが参入障壁を低下させている。参入障壁はまだ存在するが、低くなってきている

ワークフローと生産性に関連したソフトウェア：ユーザーごとに課金されるSaaS、クライアント・リレーションシップ管理（CRM）ソフトウェアが該当。このソフトウェアは人間の作業効率を高めることを目的としていたが、AIエージェントが人間そのものを完全に置き換えることができる。

インターフェース：AIから即座に脅威にさらされる、AIによって容易に置き換えられる。これには、生産性ツールへのユーザーインターフェイスや基本的な自動化ソフトウェアが該当する。



出所：RBCグローバル・アセット・マネジメント、2026年2月28日

ソフトウェア市場全体が一夜にして崩壊するとは考えていませんが、企業はマージン圧縮、資本アクセスの減少、そして潜在的な収益減少による圧力の高まりに直面する可能性があります。決定的な差別化要因は財務の柔軟性です。より大きなバランスシート、多様な収益源、低いレバレッジを持つ企業は、この圧力を吸収し、適応した投資をすることができます。反対に、顧客基盤が狭く、レバレッジが高く、再投資能力が限られている企業は、デフォルト・リスクの加速と、より低く二極化した回収価値に直面する可能性があります。

これがどの程度、どのような影響を与えるかは、主にタイミングによって決まります。代替がどれだけ早く定着するか、そして市場が企業に適応するための猶予をどれだけ与えるかです。

バランスシートの指標を超えて、経営陣が技術的破壊にどのように対応してきたかという実績が極めて重要となるでしょう。経営陣が適応力、ビジョン、資本規律を示している企業は、AIによって再形成された市場において競争する上でより有利な立場にあります。

タイムラインの見通し

以下の理由から、今後12～18ヶ月以内に最も深刻なデフォルト圧力が発生すると予想しています：

2026年前半

顧客の解約と移行が加速。

2026年後半

マージン圧縮がガイダンスに反映され始める。

2027年以降

構造的に高金利の環境下で債務が満期を迎え、借り換え圧力が高まる。

2027年初頭までに明確な競争上の優位性を持たない企業は、重大なデフォルト・リスクに直面する可能性があります。

より広範な波及懸念が高まっている

過去の事例は、セクター集中が急激なデフォルト・サイクルを引き起こす可能性があることを示唆しています。2000年代初頭のハイ・イールドにおける通信セクターへのエクスポージャーは、警告となる類似事例を提供しています。今日の市場は同様のダイナミクスに直面しており、いくつかの相互に関連する要因によって増幅される可能性があります：

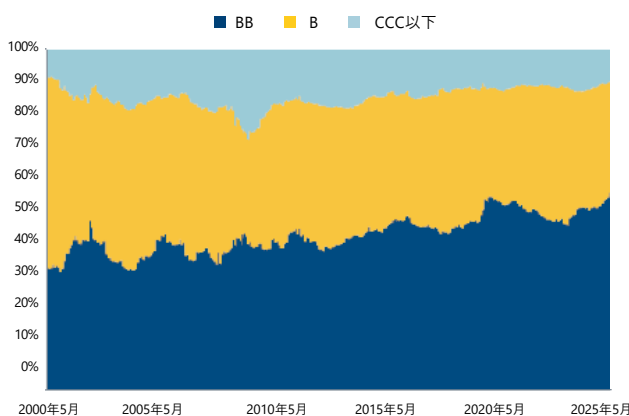
- **銀行と信託への依存**：プライベート・クレジットの銀行と信託への依存は、貸し手が撤退する際に流動性の脆弱性を生み出します。
- **スポンサー・借手の重複**：プライベート・クレジットとプライベート・エクイティのエコシステム全体における集中的なエクスポージャー。
- **セクター集中**：レバレッジドローンおよびプライベート・クレジット市場はソフトウェア企業に大きく偏っています。
- **金利環境**：構造的に高い金利と、地政学的イベントやサプライチェーンの混乱による上昇圧力の可能性により、これらの企業の高い債務資本コストが軽減する可能性は低いです。

私たちの基本シナリオではありませんが、テール・リスクを認識しています。インフレが短期的な借り換え圧力とともに再加速した場合、これらの集中したポジションは深刻なストレスに直面する可能性があります。構造的に高い金利と資本アクセスの低下の組み合わせは、脆弱な発行体に限られた選択肢しか残さないでしょう。

この市場の乗り切り方についての見解

それにもかかわらず、今日投資を継続する多くの理由があると考えています。投資家は、レバレッジド・ファイナンス市場において分散したアプローチを取ることが可能です。多岐に亘るセクターおよび細分化が進むセクター内における投資機会に資本を配分するか、または大型で流動性の高い資本構造を持つ優良企業のキャリート・スプレッド縮小を重視する伝統的な米国ハイ・イールド債に集中するか、です。

図表6：米国ハイ・イールド債インデックス全体の格付け構成



出所：ICE BofA、2026年1月31日
注：米国ハイ・イールド・インデックスはICE BofA US High Yield Index、欧州ハイ・イールド・インデックスはICE BofA Euro High Yield Indexを指します。

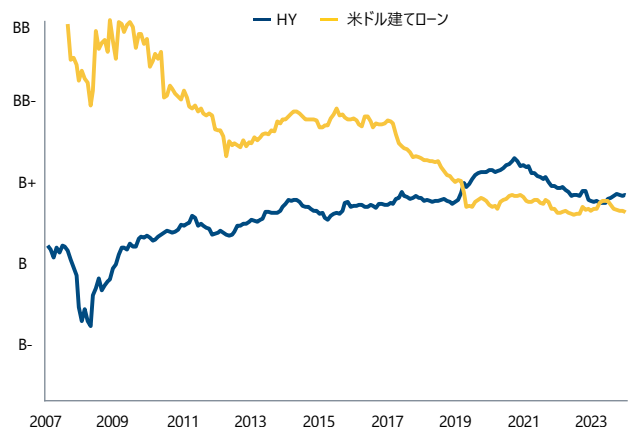
オルタナティブの代替としての米国ハイ・イールド債

レバレッジドローンおよびプライベート・クレジットにおける集中リスクと引受基準の悪化に関する懸念から、これらの配分はすでに投資家によって見直され始めています。

その結果、これらの市場から伝統的なハイ・イールド債へ移行という長期的なローテーションが見られる可能性があります。この理由は、魅力的な絶対利回りを提供することに加えて、米国ハイ・イールド債市場が多くの構造的優位性の恩恵を受けているためであると考えます：

1. **ソフトウェア・セクターへの低いエクスポージャー**：ソフトウェアは米国ハイ・イールド債インデックスのわずか3.5%を占めるに過ぎず、プライベート・クレジットの25~35%、レバレッジドローンの約17%と比較して低い水準です。
2. **改善されたクレジットの質**：多くの米国ハイ・イールド債の発行体は、より大型で流動性が高く、格付けがより高い企業です。市場は過去20年間にわたり全体的なクレジットの質において継続的な改善を経験しており、CCCからBB/B格付けへの大幅な移行が見られます（図表6および7）。
3. **セクター分散が集中リスクを軽減**：エネルギーや通信など一部のセクターにおける集中度は高いですが、米国ハイ・イールド債は他のレバレッジド・クレジット市場よりも大幅に分散されています。
4. **アルファ創出およびリスク管理ツールとしての流動性**：分散の拡大と市場の細分化によって、機動的なローテーションとバリューを捉えることが可能になることから、流動性のあるアクティブ運用のポートフォリオに恩恵もたらします。同時に、運用者がポートフォリオ内のリスク・エクスポージャーを迅速に調整することを可能にします。これは、流動性が低い、あるいは多くの場合、非流動的な市場では享受できないことです。

図表7：平均格付け



出所：BofA、2026年2月時点

AIによる破壊的リスクの中での米国ハイ・イールド債の独自の強み

レバレッジド・ローンやプライベート・クレジットとは異なり、ソフトウェアは米国ハイ・イールド債インデックス（ICE BofA US High Yield Indexで表される）のわずか3.5%を占めるに過ぎず、プライベート・オルタナティブが再現できない自然な分散を提供しています。重要なのは、米国ハイ・イールド債の日次流動性が機動的なポジション変更を可能にする一方で、プライベート・クレジットは解約ゲートやロックアップ制約に直面し、集中リスクを無制限に受けざるを得ないことです。

集中を回避しながら利回りを求める投資家にとって、米国ハイ・イールド債はソリューション、すなわち、魅力的なトータル・リターンをもたらす可能性、潤沢な流動性、そしてソフトウェア・セクターのさらなる混乱に対する防衛線を提供します。デフォルト増加、マージン圧縮、および借り換えの不確実性が高まる環境において、集中度が高く非流動的なエクスポージャーと分散された流動性の高い米国ハイ・イールド債のどちらを選択するかは、再考の余地がありそうです。

「集中を回避しながら利回りを求める投資家にとって、米国ハイ・イールド債はソリューション、すなわち、トータル・リターンをもたらす可能性、潤沢な流動性、そしてソフトウェア・セクターのさらなる混乱に対する防衛線を提供します。」

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