

オークツリー・クレジット四半期レポート： 2026年1-3月期

乖離の再考

前回の四半期レポート以降、様々な変化が見られましたが、中核のテーマであった「乖離」は一段と鮮明になっていると考えています。前回、「**金融資産のパフォーマンスは、新たな乖離の時代に入りつつある**」と述べました。また、CCC格ローンが大幅なスプレッドで取引される一方、市場全体の指数は比較的落ち着いた水準を維持しているなど、総合指標だけでは捉えにくい市場の歪みについても取り上げました。

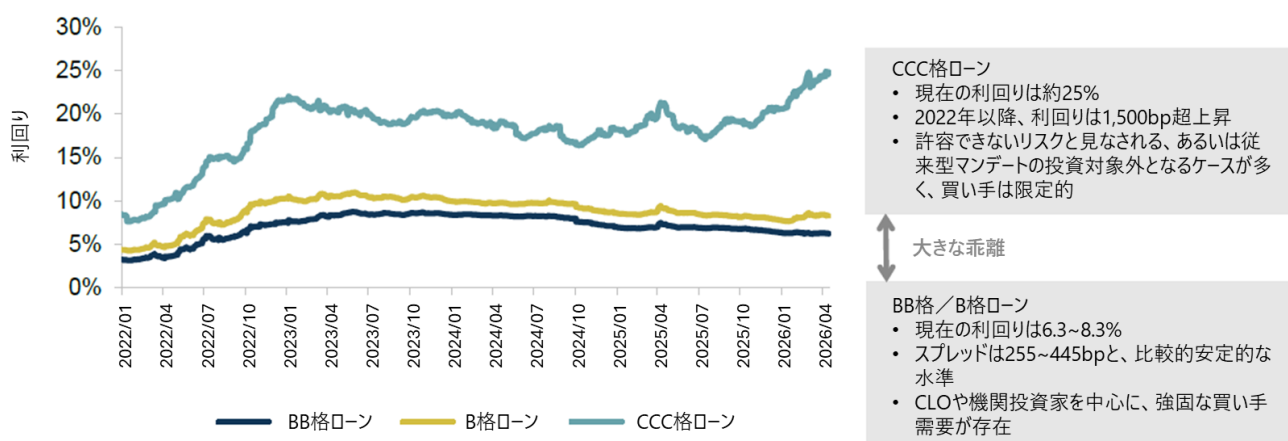
それから3カ月が経過しましたが、CCC格の状況は依然として改善していません。一方で、特にソフトウェア関連ローンを中心としたクレジット市場の潜在的な脆弱性に関する報道が相次ぎ、投資家心理に影響を及ぼしています。さらに、インフレの再加速や高止まりする金利が、すでに厳しい状況下に置かれている借り手への圧力を一段と強めており、資産パフォーマンスの開きは今後さらに拡大していくと考えています。

クレジット市場の大部分は依然として健全な状態を維持していますが、一部の借り手にはストレスが生じています。これは実務上、どのような意味を持つのでしょうか。パフォーマンス・クレジット戦略においては、依然として魅力的な契約利回りを維持するために負け組を避けることが一段と重要になっています。よりオポチュニスティックな戦略では、市場の歪みが生じている分野でオポチュニティを選別的に捉える機会が拡大しつつあります。

乖離の定義

単一市場内における資産パフォーマンスのばらつきを指し、一般的には「勝者」と「敗者」への二極化として表れます。クレジット市場においては、通常、これは「良好な条件で容易に資金調達可能な借り手」と「大幅なスプレッドを支払って資本支援を必要とする借り手」として現れます。以下のチャートは、こうした市場環境を示す一例です。

図表1：ローン市場では、高格付けと低格付け間で著しい二極化が進行



出所：モーニングスター-LSTA 米国レバレッジド・ローン・インデックス。

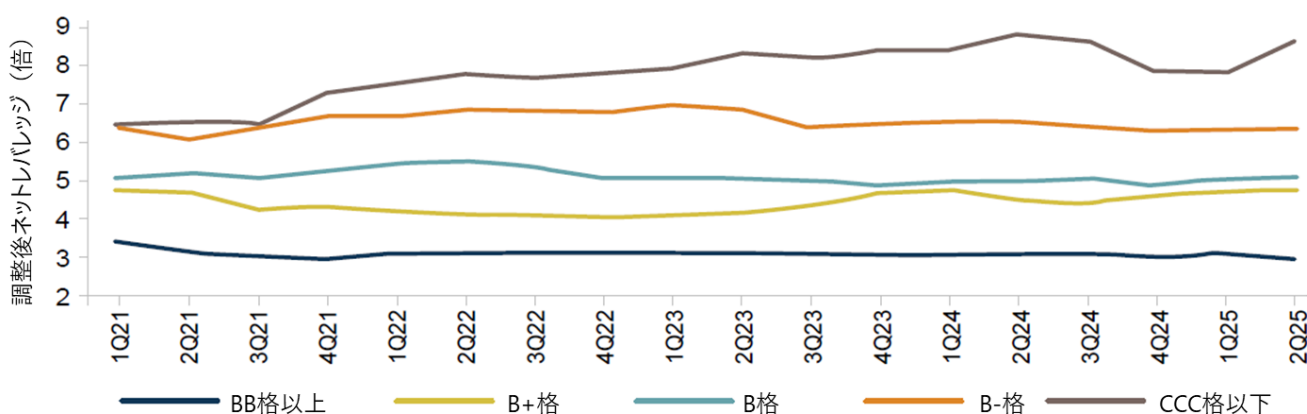
1. CCC 格クレジットに回復の兆しは見られず

CCC 格ローンに対する逆風は依然として続いており、スプレッドは年初来で 300bp 超拡大しています¹。一方で、より高格付けのローンは顕著な底堅さを示しており、BB 格ローンのスプレッドは今年に入り小幅縮小、利回りは 6%強にとどまっています。これは CCC 格ローンの約 4 分の 1 の水準です²。要するに、格付け間には大きな乖離が生じており、その水準は通常リセッション局面で見られるような急激な二極化を想起させます。では、何が起きているのでしょうか。

市場参加者は明確な見方を示しています。すなわち、最も脆弱なクレジットは高金利環境に耐えられず、通常の資金調達ルートでの借り換えに苦戦する、というものです。ファンダメンタルズもこの懸念を裏付けており、CCC 格ローンではレバレッジ水準が徐々に上昇している一方、その他の格付けでは同様の傾向は見られていません（図表 2 参照）。

デフォルトリスクや低い回収率という現実を踏まえると、投資家は大幅に拡大したスプレッドという十分なりスクプレミアムを求めています。一方で、より高格付けのクレジットについては、CLO を中心とした幅広い投資家層からの需要が継続しており、スプレッドは引き続きタイトな状況が維持されています。

図表 2：最も脆弱なクレジットで、レバレッジの上昇幅が最大化



出所：パークレイズ。

ミスプライシング

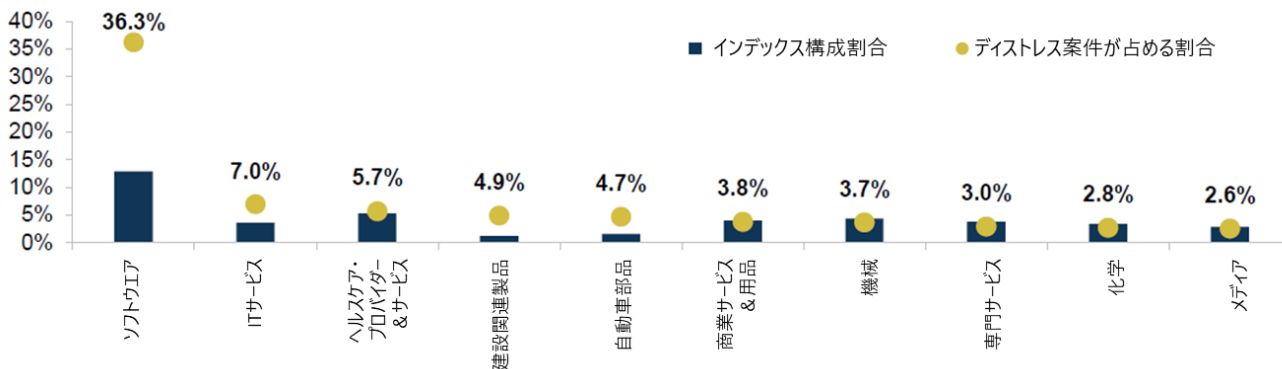
市場の歪みを見極める上で重要なのは、「見せかけの割安案件」と真のミスプライシングを明確に区別することです。前者に該当するクレジットは、高いスプレッド相当のリスクを伴います。一方で後者は、市場に十分理解されていない、投資家心理から敬遠されている、あるいはテクニカル要因により貸し手が限定されている、といった背景を持っています。

2. ソフトウェア・セクターへの警戒感の高まり

投資家の間では、AI の進展によって、一部のソフトウェア・ビジネスモデルが急速に陳腐化する可能性への懸念が高まっています。市場センチメントは一変し、近年におけるソフトウェア LBO 案件を特徴づけていた高バリュエーションおよび高レバレッジ水準の見直しが急速に進んでいます。クレジット市場への影響も大きく、シニアローン市場全体のディストレス案件では、ソフトウェア・IT サービス分野が 40%超を占めています³（図表 3 参照）。実際のところ、2026 年オークツリー・カンファレンスにおいて共同 CEO であるボブ・オアラーは、同セクターの苦境を「私がこれまで見てきた中で、最も急速に失速したセクター」と表現しています。

こうした環境下では、規律あるアプローチで臨むマネージャーの能力が、相対パフォーマンスを左右する鍵になると考えられます。これには、同セクター全体への配分比率だけでなく、個別案件の選別力を含みます。付け加えると、こうしたリスクが広く認識されている反面、足元ではソフトウェア・セクター全体が極端に敬遠されている状況にあります。つまり、本来はファンダメンタルズの強固な企業まで「玉石混交」で売られ、不当に低い水準で取引されているケースも存在するとみています。

図表 3：テクノロジー関連セクターがローン市場のディストレス案件の大部分を占める状況



出所：ドイツ銀行。

3. 直接融資への注目の高まり

今四半期における主要なテーマとなったのが直接融資です。プライベート・クレジットの中で最も急成長しているこの分野は、現在その成長過程における課題に直面しているとみられます。では、主な懸念点は何でしょうか。

- **PIK（繰延利息）への依存**：PIK は、パブリック BDC（事業開発会社）では総利息収入の約 10%、エバーグリーン型 BDC では約 4%を占めており、運用会社間ではばらつきがあります⁴。全体としては安定的に推移している見えるものの、PIK は脆弱な借り手にとっての長期的な解決策ではありません。現在、PIK ローンは額面 91 セントと、同セグメントに一定のストレスが存在することを示唆しています⁵。
- **エバーグリーン型ファンドにおける流動性のミスマッチ**：これまで純資金流入が続いていたエバーグリーン型 BDC ですが、今四半期に状況が一変、多くのファンドで標準的な 5%上限を上回る解約申込みが発生しました。その結果、複数の BDC が解約制限を導入しています。これはファンド構造上想定された（強制売却の回避の）仕組みではあるものの、投資家センチメントに確実に影響を与えています。
- **ソフトウェア・セクターへのエクスポージャー**：ソフトウェアはプライベート・エクイティ業界で長らく選好されてきたセクターであり、2021 年と 2022 年だけでも 4,000 億ドル超の取引が行われました⁶。その多くが、民間レンダーによる融資を受けており、現在では直接融資市場の 20%以上を占めています⁷。前述の通り、投資家の間では、この集中度の高さに対する懸念が高まっています。

では、これらをどう解釈すべきでしょうか。第一に、直接融資における選別力の重要性が一段と高まっていることを改めて示しています。第二に、市場の一部に生じた弱さは、ストレスを抱える借り手に対する救済ファイナンスやポートフォリオ売却といったより特殊な取引機会を含め、オポチュニスティック投資家にとってのエントリーポイントとなる可能性があります。

前代未聞の規模

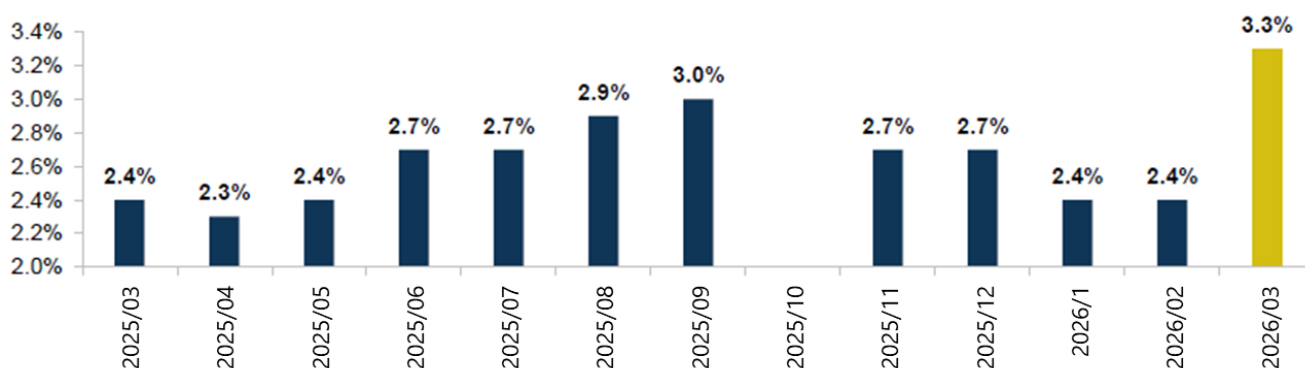
現在、投資適格未満クレジット市場の規模は約 6 兆ドルに達しており、シニアローン、プライベート・クレジット、ハイイールド債がほぼ 3 分する構成となっています。これは、ディストレス率自体が比較的低水準であっても、絶対額ベースでは大規模な歪みが発生し得ることを意味しています。

4. インフレ再燃の可能性

各国中央銀行はここ数年にわたりインフレ抑制に取り組んできましたが、FF 金利は現在も 3.50~3.75%の水準にあり、その根強さがうかがえます⁸。さらに、エネルギー価格の上昇を背景としたインフレ再燃で、状況は一段と複雑化するでしょう。債券市場もこうした見方を織り込みつつあります。英国国債利回りは、10 年物が 5%に達するなど、世界金融危機以来の高水準まで上昇しました。また、2019~2021 年の大半でマイナス利回りだったドイツ国債も足元では約 3%近辺まで上昇しており、米国 10 年物国債利回りも 2 月 27 日から 4 月 30 日にかけて 40bps 超上昇しました⁹。

マクロ経済の不確実性を踏まえると、原油価格や金利の長期的な方向性を予測することは容易ではありません。しかし、エネルギー価格の急騰が企業および消費者に即座に影響を及ぼすことは明らかです。中でも、すでに家計負担が高まっている低所得層の消費者にとっては、ガソリン支出がカード利用額全体の 8%を占めており、エネルギー価格の上昇が逆風となっています¹⁰。一方、企業側への影響は、コスト上昇分を価格転嫁できるかどうかによって左右されます。

図表 4：CPI は 3 月に急上昇



出所：BLS

5. リストラクチャリングの結果

レバレッジド・ファイナンス市場における回収率は、全体として依然低水準にあり、レンダー間でばらつきが出ています。

現在、第一順位ローンの回収率は約 40%、ハイイールド債は約 35%となっており、いずれも長期平均を大きく下回っています¹¹。これは、ユニットランシエ型ストラクチャー、緩いコベナント、限定的なエクイティ・クッションに加え、繰り返される LME（ライアビリティ・マネジメント・エクササイズ）による価値毀損などが背景にあります。実際のところ、昨年のデフォルト案件のうち、再度のデフォルト対応に関連する案件は過去最高の 41%を占めました¹²。

こうした回収結果のばらつきの多くは、LME に起因しています。この点については、過去の[四半期レポート](#)および[ポッドキャスト](#)で詳しく取り上げています。当時、私たちは次のように述べています：

歴史的には、一部例外を除き、同一の債務商品を保有するレンダーは概ね按分ベースで扱われてきましたが、LME によってこの仕組みが崩れ、実質的に同様の状況下にあるレンダー間でも回収率に大きな格差が生じる可能性があります。

当社では引き続き、LME において優位な回収結果を確保する上では「規模」が重要な要素であり、一般的に、保有額に加え、業界内での強固なリレーションシップが、LME における主要レンダー・グループ入りを左右すると考えています。

乖離の新時代を乗り切る

本稿執筆時点からちょうど5年前の2021年4月30日、レバレッジド・ローンの利回りは4.8%でした¹³。現在、その水準は8.6%に達しています¹⁴。これはインカムを追求する投資家にとっては好ましい流れである一方、クーポン支払い負担が70%上昇している借り手にとってはそうではありません¹⁵。

つまり、現在の高利回りはタダではなく、相応のリスクが伴っているということです。2009年から2021年までの低金利環境と比べ、一部の借り手ははるかに厳しい状況に直面しています。こうした環境は、クレジットマネージャーにとって、負け組を回避することでその運用力を発揮する機会を提供しています。それと同時に、ボラティリティの先を見据え、最も必要とされる局面で複雑な資本ソリューションを提供できる投資家にとっては、この歪みに起因する投資機会が提供されています。

脚注

1. モーニングスター-LSTA 米国レバレッジド・ローン・インデックス、2026年 5月 1日。
2. モーニングスター-LSTA 米国レバレッジド・ローン・インデックス、2026年 5月 1日。
3. ドイツ銀行、グローバル・デフォルト・モニター、2026年 3月 3日。
4. オークツリー分析。
5. ゴールドマン・サックス、プライベート・クレジット・モニター（2026年 4月 13日）、2025年 第4 四半期時点のクリフウォーター・ダイレクト・レンディング・インデックスにおける PIK ローン の平均評価額に基づく。
6. ピッチブック、Analysis: PE exposure to Software booms amid sector reckoning、2026年 2月 20日。
7. モルガン・スタンレー、Mapping Software Exposure in Leveraged Credit、2026年 2月 9日。BDC のソフトウェア・エクスポージャーは推定 26%、直接融資市場全体の概算的な代理指標として用いています。
8. 米連邦準備制度理事会、2026年 4月 30日。
9. トレーディング・エコノミクス、セントルイス連邦準備銀行。米国 10年物国債利回りは、2月 27日に 3.97%、4月 30日に 4.40%。
10. バンク・オブ・アメリカ、コンシューマー・チェックポイント、2026年 4月 10日。
11. JP モルガン、デフォルト・モニター、2026年 4月 1日（LTM 回収率はハイイールド債で 35.7%、第一順位ローンで 40.1%）。
12. JP モルガン、デフォルト・モニター、2026年 4月 1日（2025年のデフォルト案件 61 件のうち 25 件は過去にデフォルト対応を経験済み）。
13. UBS レバレッジド・ローン・インデックス、2026年 4月 30日。
14. UBS レバレッジド・ローン・インデックス、2026年 4月 30日。
15. UBS レバレッジド・ローン・インデックス、2026年 4月 30日。

重要な開示事項

すべての投資にはリスクが伴います。投資の価値は時間とともに変動し、投資家においては、利益を得るもしくは投資の一部または全てを損失する可能性があります。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。

当資料に含まれる情報は、教育のみを目的として提供されるものであり、予測、調査、投資アドバイスとして依頼することを意図したのではなく、ブラックフィールド・コーポレーション（以下、「ブラックフィールド」）およびその一部の関連会社の製品またはサービスの売買を推奨、提案、勧誘するものではありません。当資料内の説明は広範な市場、産業もしくはセクターのトレンドまたはその他の一般的な経済や市況を論じており、秘密情報として提供されています。情報および見解は予告なく変更される場合があります。ブラックフィールドは、当資料に含まれる情報（第三者から提供される情報を含む）の正確性または完全性を必ずしも検証しておらず（そして検証する義務を負わず）、いかなる情報についても検証されたものとしてブラックフィールドに依頼することはできません。

資産クラスとして、プライベート・クレジットは多様な債券で構成されています。それぞれのリスク/リターン特性は異なるものの、プライベート（非上場の）クレジット投資では、資金調達を選択肢が限定的な企業へのオポチュニスティックな投資を模索するため、一般的に、上場のものと比較してデフォルトリスクが高くなります。プライベート・クレジット投資では、通常、発行体が投資適格未満または無格付けであるため、より高いリスクの対価として利回りもより高くなります。

将来の見通しに関する記述

当資料は、米国連邦証券法令、具体的に米国 1934年証券取引所法（その後の改正を含む）第 21E 条、そしてカナダ証券法令における意義の範囲内における将来の見通しに関する記述を含む情報やそれらに基づく情報が含まれています。将来の見通しに関する記述は、事業戦略や投資戦略もしくは戦略遂行のための措置、競争力、目標、事業の拡大および成長、計画、見込み、将来の成功への言及など、将来の行動、事象または動向に関して、過去の事実の記述以外のすべての記述を含みます。これらの記述は、過去または現在の事実と厳格に関連しないという事実によって特定することができます。「予測」、「推定」、「期待」、「予想」、「想定」、「計画」、「考え」やその他の類似する用語は、これらの将来の見通しに関する記述を特定するために用いられます。将来の見通しに関する記述は、不正確な仮定や既知もしくは未知のリスクおよび不確実性によって影響を受ける可能性があります。そうした要素の多くは、将来の実際の結果や成果を決定する上で重要となります。そのため、いかなる将来の見通しに関する記述についても保証はありません。実際の結果や成果は大きく異なることがあります。これらの不確実性を踏まえ、これらの将来の見通しに関する記述に不当に依頼するべきではありません。

このレポートは、オークツリー・キャピタル・マネジメントが発行するインサイト「Oaktree Credit Quarterly」の一部を抜粋したものです。

レポート全文は、[同社ウェブサイト](#)でご覧いただけます（英語のみ）。