

2026年7月

不確実性を乗り越える レジリエンス： 2026年下期のプライベート マーケット展望

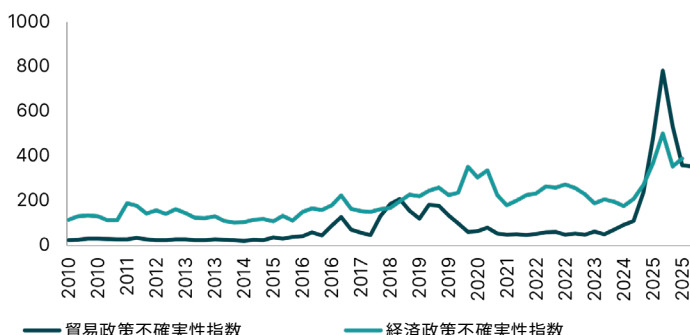
ジェフ・ミラー
最高投資責任者(CIO)



世界は今、時代を決定づけるような変革の真ただ中にあります。AIがもたらす機会は極めて魅力的ですが、同時に、他の多くの主要な経済要因の脆弱性が高まっています。毎年のように重要なマクロ経済・地政学的事象が次々と発生する時代となっており、投資家にとって厳しい投資環境が続いています。こうした出来事の発生頻度が高まっている背景には、地政学的环境の変化、劇的な技術革新、政治的分断の深まり、そして経済システム全体におけるレバレッジの拡大といった、複数の構造的要因があると当社は考えています。しかし、そのような環境下においても経済成長は底堅く推移しており、公開株式市場も力強いパフォーマンスを示しています。当社は、この一見相反する状況の背景には、AI関連の成長と投資拡大に加え、金融・財政両面からの大規模な政策支援があると考えています。

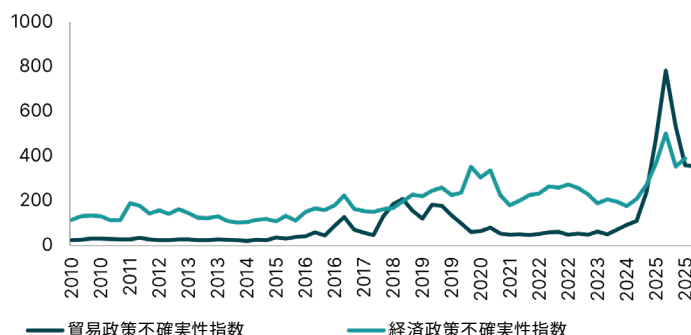
2026年半ば時点の経済環境は、実に注目すべき状況にあります。現在、地政学的情勢は大きな転換期を迎えており、第二次世界大戦後の国際秩序の終焉と評する向きもあります。その変化は、貿易摩擦や関税措置、2つの軍事衝突、さらにはそれらに起因する供給ショックといった形で顕在化しています。また、一部の地域では政治的分断がかつてないほど深まり、政府支出と政府債務は拡大を続けています。さらに、AIは極めて大きく魅力的な機会をもたらす一方で、一部の産業分野や労働市場にとってはリスク要因ともなり得ます。こうした構造的な課題が続く限り、市場の変動性は高まり、不確実性も増大し、消費者心理には下押し圧力がかかることが予想されます。

世界的な不確実性



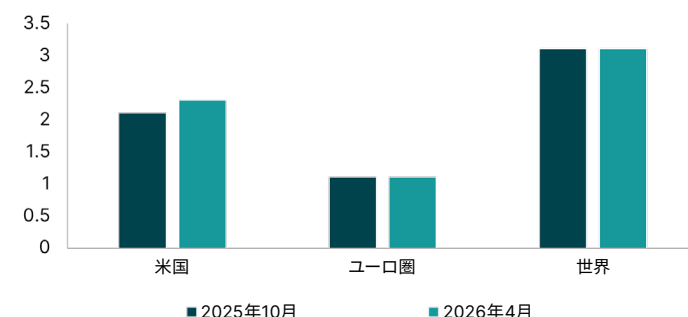
米国では、消費者信頼感がすでに1952年にミシガン大学消費者調査が開始されて以来の最低水準まで低下しています。

消費者信頼感指標（Zスコア標準化）



しかし驚くべきことに、このように変動性が高く不確実な環境にもかかわらず、世界経済は底堅さを維持しており、GDP成長率見通しも概ね維持されています。

IMFによる2026年GDP成長率予測（%）

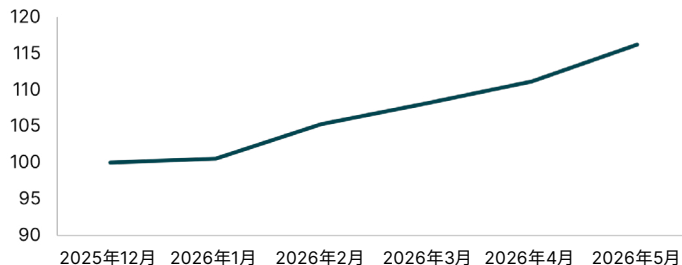




米国では企業業績も引き続き堅調であり、今後12カ月の予想利益はむしろ伸びが加速しています。

S&P500の12カ月先予想EPS

市場コンセンサス予想 (2025年12月=100)



出所：Bloomberg

同様に、多くの地域で公開市場は非常に堅調なパフォーマンスを示しており、とりわけS&P500指数は顕著です。同指数のバリュエーションは現在、過去最高水準に迫っています。

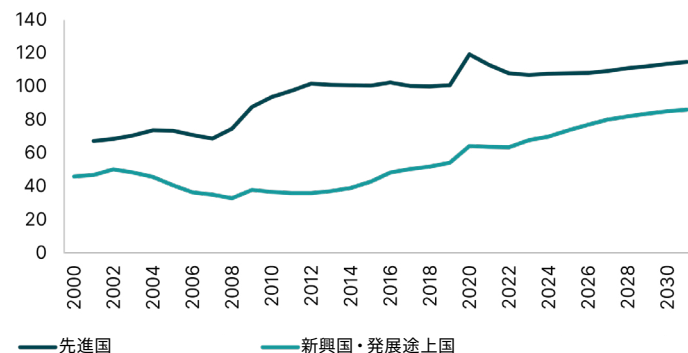
景気循環調整後PER



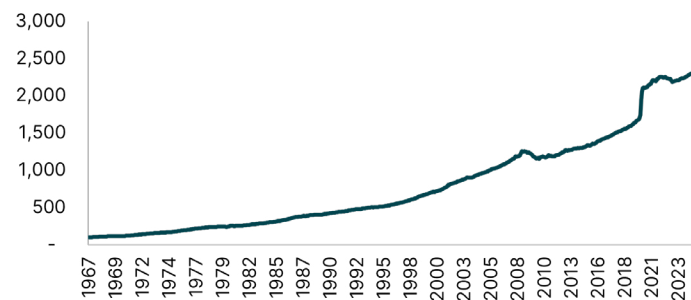
出所：Bloomberg

世界各地でこれほど多くの大きな変革的事象が起きているにもかかわらず、なぜ市場や経済への影響はそれほど限定的なのでしょう。その理由の1つとして、市場の底堅さは、現在の経済システム内に潤沢に供給されている流動性によって支えられていると考えられます。先進国の政府債務残高はGDP比で100%を大きく上回る水準に達しており、新興国も同様の水準へ向かいつつあります。

政府債務残高対GDP比 (%)



米国の広義マネーサプライ (ディビジアM4、1967年1月=100)



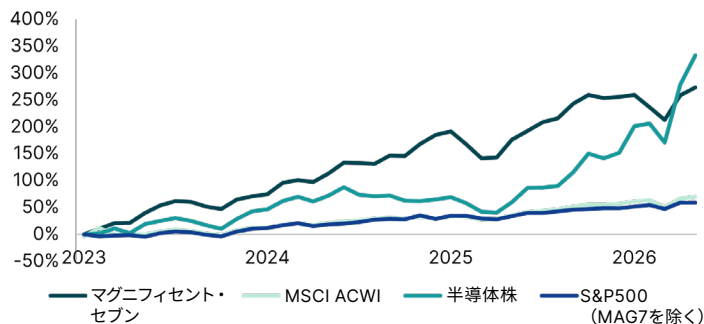
出所：国際通貨基金 (IMF)、金融安定センター (Center for Financial Stability)

多くのエコノミストは、金融・財政両面からの大規模な景気刺激策が企業利益に流入しており、その結果、企業利益が歴史的な水準と比べても高い状態を維持していると考えています。このことは、市場のバリュエーションを支える一方で、インフレ問題の解決をより難しくする要因にもなっています。

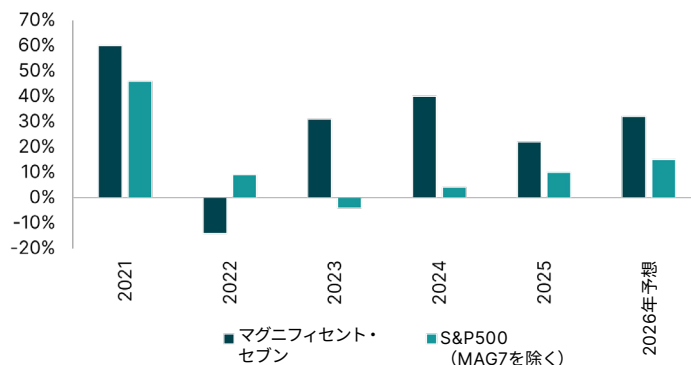
AIがもたらすリスクと機会

しかし、より広範な経済の底堅さは、AI関連銘柄への投資ブームの力強さにも支えられています。特に公開市場では、「マグニフィセント・セブン」と呼ばれる大型テクノロジー株や半導体関連企業が市場を力強く牽引してきました。また、AIによる生産性向上の効果が、S&P500指数のその他の企業に見られる業績の弱さを補う一因となっています。

2023年以降の株価指数の推移



利益成長率 (前年比、%)



出所：LSEG (MSCI ACWI指数、MerQubeマグニフィセント・セブン均等加重指数、iShares MSCIグローバルETF)、Bloomberg (S&P500 (マグニフィセント・セブンを除く) 指数)



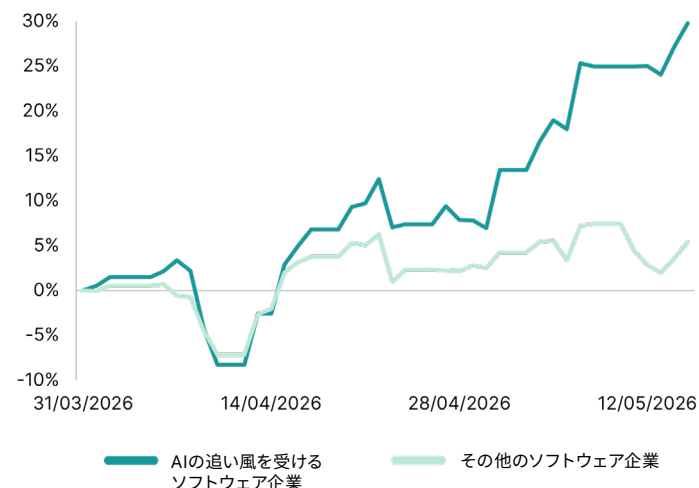
2026年上半年期には、ソフトウェア業界やAIリスクに関する悲観的な見出しが数多く報じられました。特に2月には、「SaaSocalypse」と呼ばれた48時間にわたる急落により、SaaS (Software as a Service) 企業の評価額から約2,850億ドルが失われました。しかし上半期末を迎えた現在、適切な特性を備えた企業、すなわち顧客基盤に深く根差してクライアントデータを扱う企業が、この環境下で勝者となる可能性が高いことが明らかになりつつあります。こうした企業は、AIを活用して顧客との関係を一層強化するとともに、既存顧客基盤の中で新たな収益源を開拓できる可能性があります。実際に、多くのSaaS企業はAI関連ツールの買収や開発、製品への組み込みを進めており、自社の能力強化に取り組んでいます。

公開株式市場のパフォーマンス

2026年第1四半期のパフォーマンス



2026年第2四半期（現時点まで）

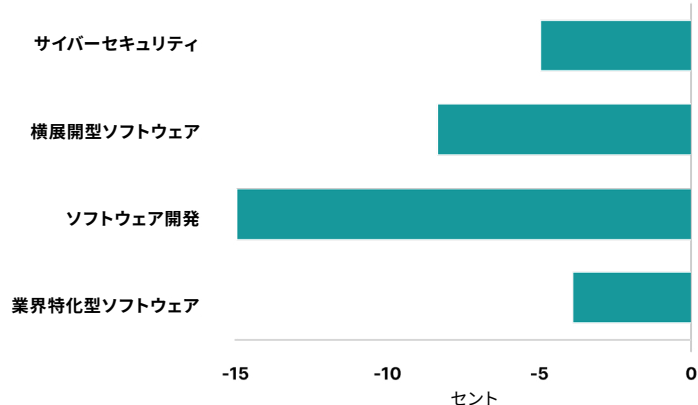


出所：CapIQ。注：1月20日から4月23日までの変動を示す。

しかし一方で、そうした強みを持たない企業には現実的な圧力がかけており、この状況は市場における企業間格差の拡大をもたらしています。現在、市場では勝者と敗者を選別するプロセスが進行している最中にあります。明らかなのは、ソフトウェア企業を取り巻く環境は当初懸念されていたほど悪化することはないものの、かつてのようにすべてのソフトウェア企業にとって明るい展望が開けているわけでもないということです。

政府債務の推移

ソフトウェア企業の業態別ローン価格変動



出所：ウォール・ストリート・ジャーナルによる分析（事業分類）、S&P Global Price Viewer（価格変動）

ソフトウェア企業の行方がどうなるにせよ、AIインフラ構築という巨大な投資機会が生まれつつあることは明らかです。世界のAI関連インフラへの支出額は2026年に2.6兆ドルに達する可能性があり¹、AI向けデータセンターの整備には2030年までに約7兆ドルの投資が必要になると予測されています²。

もちろん、これらの数字は、この分野が極めて大きな成長機会を有していることを示しています。しかし、過去の大規模な技術革新を振り返ると、その発展の過程では、過剰投資、過剰建設、そして過大評価が生じた局面が少なからず存在したことも忘れてはなりません。こうした現象は、英国の鉄道網整備、通信業界の調整局面、さらには1990年代後半から2000年代初頭にかけてのインターネット普及期にも見られました。これらはいずれもバリュエーションの大幅な上昇をもたらした一方、その後には相応の調整局面を迎えることとなりました。

エコノミストらが、AIインフラ整備への現在の投資がすでに米国の実質GDP成長率を約1%押し上げていると指摘していることを踏まえると³、このテーマが経済見通しのみならず、公開市場のバリュエーションやパフォーマンスにも極めて大きな影響を及ぼしていることは明らかです。

¹ 出所：Gartner, Forecast: AI Spending, Worldwide, 2025–2030 (2026年第1四半期版)

² 出所：McKinsey & Company, The Cost of Compute (2025年4月)

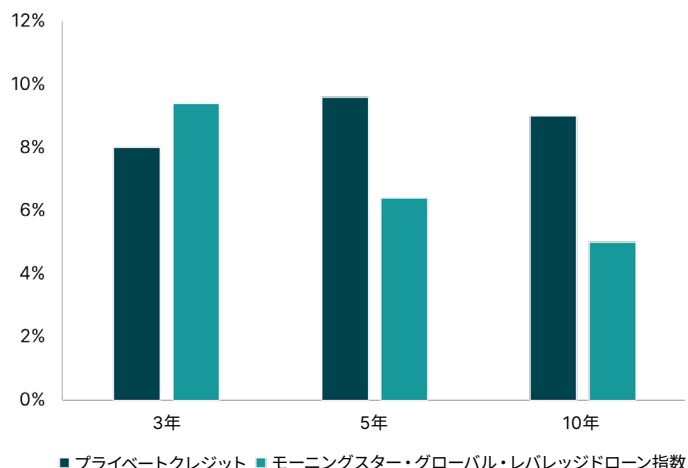
³ 出所：Dean Baker (CEPR)、First Quarter GDP 2026 (2026年4月)



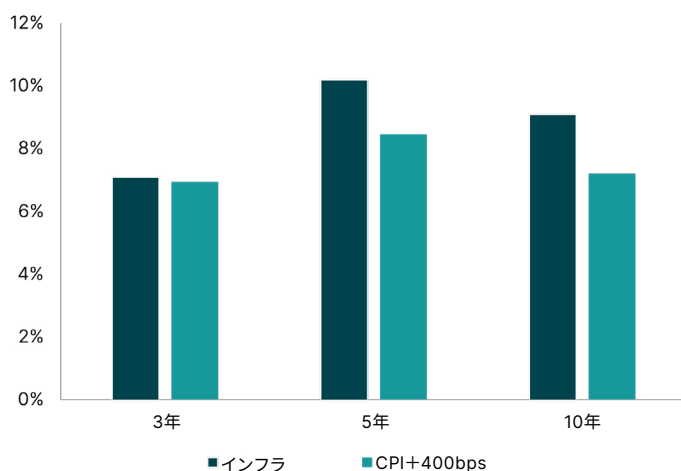
プライベート市場は引き続き堅調

プライベート市場においては、中長期的なリターンが引き続き公開市場を上回る堅調さを維持しており、特にプライベートクレジットとインフラ分野でその傾向が顕著となっています。

プライベートクレジット



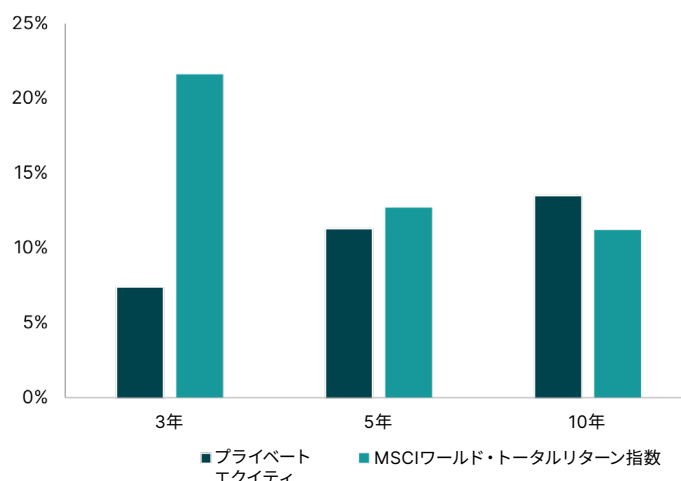
インフラ



出所：Preqin（2025年12月31日時点） 1年超の期間に対するリターンは年率換算。公開市場指数については、PreqinのPME（Public Market Equivalent）手法を用いて算出。指数に直接投資することはできません。過去の実績は将来の運用成果を示唆または保証するものではありません。将来の運用成果は保証されておらず、元本割れが生じる可能性があります。

プライベートエクイティについては、公開市場の好調なパフォーマンスと最近のリターンの鈍化を背景に、公開市場との相対評価が厳しい状況にあります。こうした傾向は欧州よりも米国で顕著ですが、この5年ほどの間における買収価格の上昇と金利引き上げの組み合わせにより、ポートフォリオ全体で評価倍率の低下（マルチプル・コンプレッション）が生じ、投資回収（エグジット）活動も低調な状況が続いています。

プライベートエクイティ



出所：Preqin（2025年12月31日時点） 1年超の期間に対するリターンは年率換算。公開市場指数については、PreqinのPME（Public Market Equivalent）手法を用いて算出。指数に直接投資することはできません。過去の実績は将来の運用成果を示唆または保証するものではありません。将来の運用成果は保証されておらず、元本割れが生じる可能性があります。

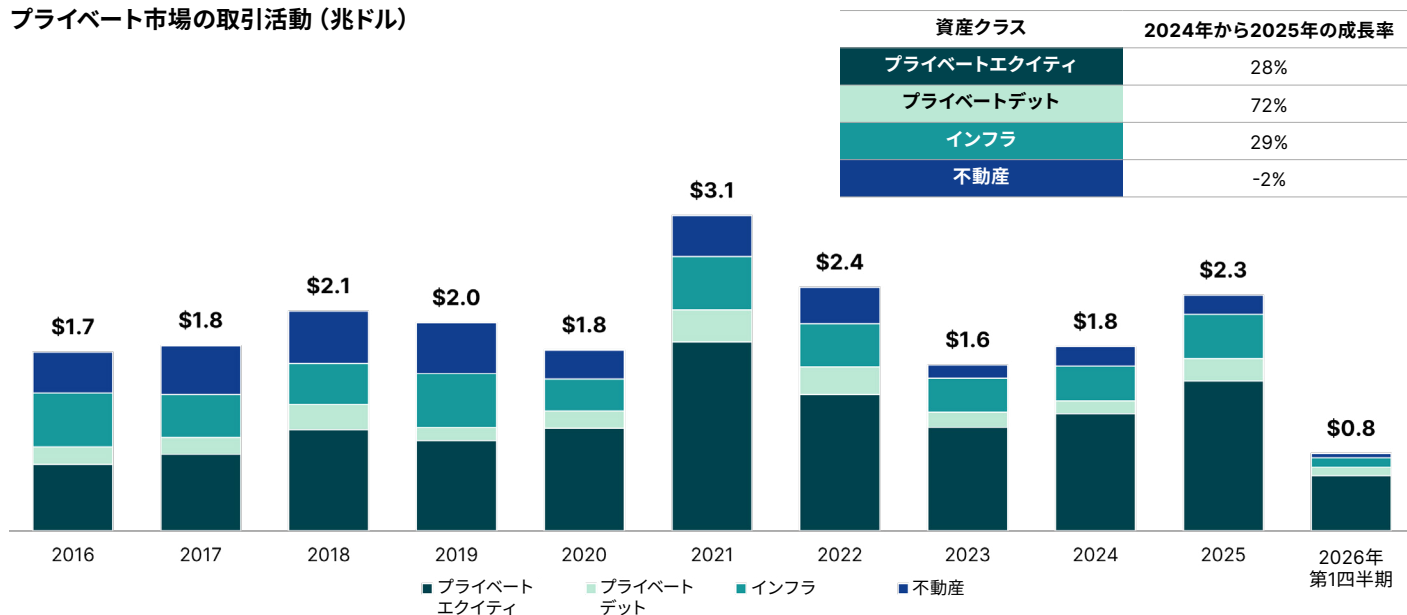
当社のプライベートエクイティ・ポートフォリオでは、投資先企業の業績は力強く推移しているものの、その成果が市場全体でのポートフォリオ評価額の上昇には必ずしも結び付いていません。しかし、プライベート市場と公開市場のパフォーマンス格差は、今後のプライベートエクイティ市場の改善につながる可能性があります。実際、当社のポートフォリオでは、純資産価値（NAV）の成長率に連続的な改善の兆しがすでに見られています。

取引量の増加

2025年上半期末時点で、当社は関税政策を巡る不透明感が解消されれば取引量が回復する可能性があるとして指摘していましたが、実際にそのとおりの展開となりました。プライベート市場全体の取引量は、下半期に活動が加速したことを背景に、昨年は約30%増加しました。また、2026年も力強いスタートを切っています。



プライベート市場の取引活動（兆ドル）



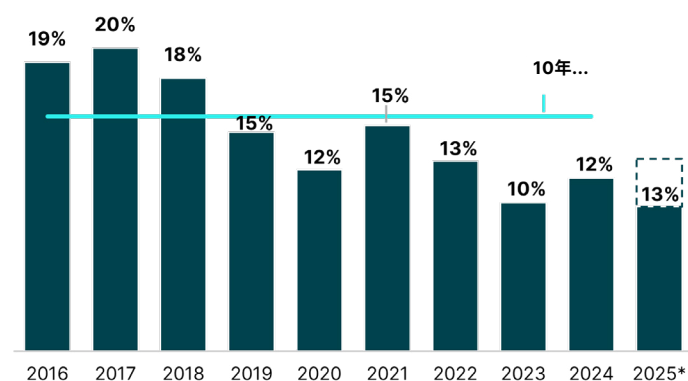
出所：Preqin Pro（2026年5月時点）。プライベートエクイティには、ベンチャーキャピタル投資および以下のプライベートエクイティ投資が含まれる：買収・バイアウト、アドオンおよび合併、コーポレートカーブアウト、ならびにPIPE（私募増資）。X Corp.の2025年の取引、およびxAIならびにWarner Bros.に関する2026年の取引は除外している。これらの傾向が今後も継続する保証はありません。

2025年には、プライベートエクイティ市場の案件取引額が過去2番目の高水準に達しました。その背景には、ゲーム大手Electronic Artsの570億ドル規模のバイアウト案件が大きく寄与しています。

プライベートクレジット市場では、プライベートエクイティ取引の増加やリファイナンス活動の活発化に加え、AIインフラ整備を支える資金調達需要を背景として、世界の取引額が約70%増加しました。また、AIおよびデジタルインフラへの需要拡大に加え、再生可能エネルギー分野の成長加速や案件規模の大型化を追い風として、インフラ市場の取引額も約30%増加しました。

エグジットおよび投資家への分配を取り巻く環境は、依然として過去の平均水準には届いていないものの、緩やかに改善が続いています。

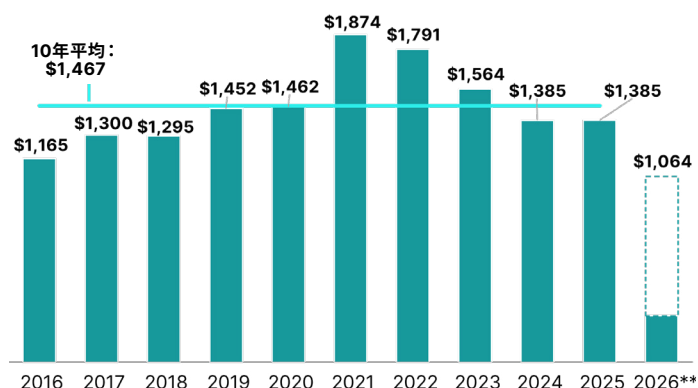
世界のプライベートキャピタルの分配率（NAV比）は緩やかに改善



出所：Preqin（2026年4月21日時点）*色付きの棒グラフは2025年第1四半期～第3四半期を示し、点線の棒グラフは2025年の年率換算値を示す。

2025年通年の分配率は13%と見込まれており、2024年からは改善するものの、過去10年間の平均である16%にはなお大きく及びません。当社は、エグジット活動が正常な水準へ急速に回復するとは当初から想定しておらず、現在も保有期間が長期化した企業が数多く積み上がっています。こうした低調な分配率の継続は、資金調達活動の重石となっています。

世界のプライベートキャピタル資金調達額（10億米ドル）



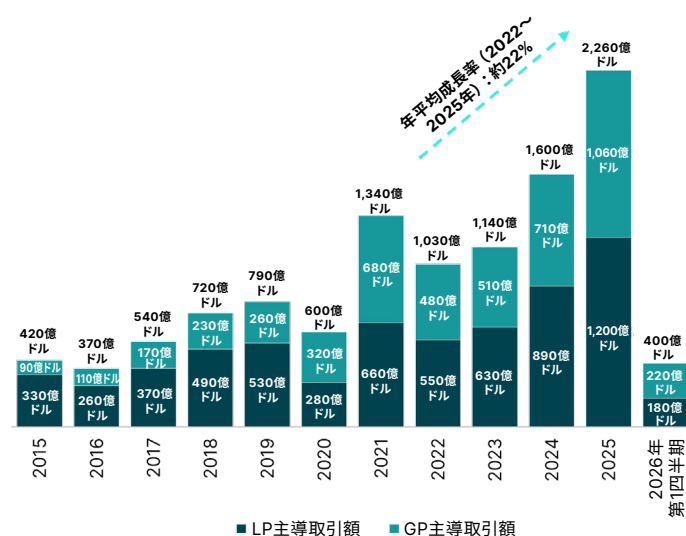
出所：Preqin（2026年4月21日時点）

全体として、2025年の資金調達額は前年並みの水準にとどまりましたが、インフラ分野は際立った伸びを示しました。インフラ分野の資金調達額は2024年比で50%超増加し、過去最高を記録しました。その背景には、投資家が市場の変動性が高い局面においてインフラ資産の長期的な安定性を評価したことに加え、多くの投資家が依然としてインフラ資産への配分不足の状態にあることが挙げられます。

2025年には、プライベートエクイティおよびプライベートクレジットの資金調達額が減少したものの、前向きな側面もあります。それは、市場に滞留するドライパウダー（未投資資金）が徐々に消化されつつあり、資本供給量と案件創出ペースとのバランスが改善に向かっていることです。

流動性不足という課題が続くなか、セカンダリー市場での取引活動は一段と活発化しており、2025年の取引額は過去最高を更新しました。

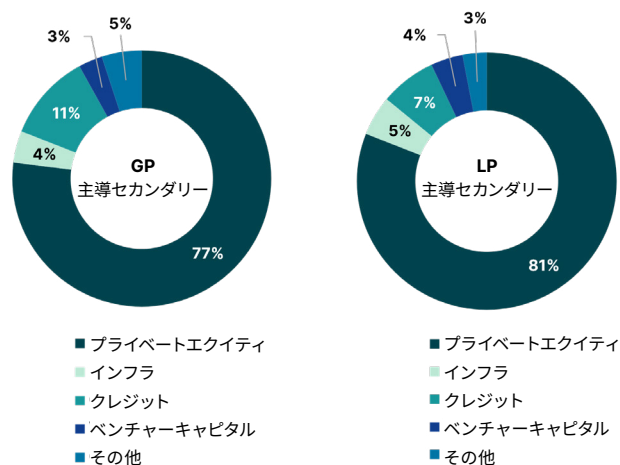
セカンダリー市場取引額（10億米ドル）



出所：Evercore、2025 Secondary Market Highlights（2026年1月）。2026年第1四半期データはPJT Partners、Q1 2026 Secondary Market Insightsに基づく。

2025年のセカンダリー市場では、世界全体の取引額が2,260億ドルに達し、前年に記録した過去最高水準をさらに41%上回りました。2025年にセカンダリー市場を活用した売り手の約52%は初めての利用者であり、LP持分ポートフォリオの売却額は前年比で約3分の1増加、GP主導取引は約50%増加するなど、いずれも過去最高水準を記録しました。当社は、GP主導取引は今後も市場に定着していくと確信しており、将来的には、その取引量がLP持分ポートフォリオの売却額を上回る可能性もあると考えています。

2025年のセカンダリー市場取引額（戦略別）



出所：William Blair、2025 Secondary Market Report（2025年3月） PitchBook、2029 Private Market Horizons（2025年11月）。取引量の増加予測はLazard、2025 M&A Review and 2026 Outlook（2026年1月）に基づく。

足元では流動性への需要が高まっており、これが短期的にはセカンダリー市場における有力な投資機会を生み出すと考えられます。もっとも、市場全体では依然として強弱入り混じるシグナルが見られるため、投資にあたっては慎重な見極めが求められます。



重要開示事項

本資料は、説明、教育、および／または議論を目的としてのみ作成されたものです。本資料は独立した調査レポートには該当せず、また、いかなる場合においても、本資料または本資料に含まれる情報は、有価証券、金融商品もしくはサービスの購入または売却の申込み、勧誘、誘引、推奨もしくは提案、あるいは投資商品や投資戦略の採用その他の投資活動への参加を促すものとして利用または解釈されるべきではありません。また、いかなる有価証券または金融商品の現在もしくは将来の価値や価格に関する見解の表明として解釈されるべきものでもありません。本資料に含まれるいかなる内容も、法務、税務、証券、または投資に関する助言を構成することを意図したものではありません。

本資料には、「将来予想に関する記述 (forward-looking statements)」が含まれる場合があります。予測、見通し、またはこれらに関連する記述や意見表明は、いずれも将来予想に関する記述に該当します。Pantheonは、こうした将来予想に関する記述に反映された見通しが合理的なものであると考えていますが、当該見通しが実際に正しいことを保証するものではありません。したがって、これらの将来予想に関する記述は、将来の結果に関する保証、予測、または確定的な事実もしくは発生確率の表明として受け取るべきではありません。

Pantheonは、本資料に含まれる情報が公表日時点において正確であるよう合理的な注意を払っています。しかしながら、本資料に含まれる情報の正確性について、Pantheonはいかなる保証または表明（明示または黙示を問わず）も行わないものとします。また、適用法令で認められる範囲において、Pantheonは、本資料に含まれる誤り、不正確な記載または記載漏れ、ならびに本資料の利用に起因して生じるいかなる損失または損害についても、一切の責任を負いません。別途明示されている場合を除き、本資料に記載された見解はすべて本資料作成日時点のものであり、予告なく変更される場合があります。また、別段の記載がない限り、本資料に示された見解はすべてPantheonの見解を表したものです。

本資料は、サンフランシスコ、ニューヨーク、ロンドン、ダブリン、シンガポールおよび東京を主な拠点とする事業体で構成されるPantheonによって配布されています。Pantheon Ventures Inc.およびPantheon Ventures (US) LPは、米国証券取引委員会 (SEC) に投資顧問業者として登録されています。また、Pantheon Securities LLCは、SECに限定目的のブローカーディーラーとして登録されており、金融業規制機構 (FINRA) および証券投資者保護公社 (SIPC) の会員です。Pantheon Ventures (UK) LLPは、英国金融行為規制機構 (FCA) の認可を受け、その監督下にあります。Pantheon Ventures (Ireland) DACは、アイルランド中央銀行 (CBI) の規制を受けています。Pantheon Ventures (Singapore) Pte. Ltdは、シンガポール金融管理局 (MAS) より資本市場サービスライセンスを取得しており、適格投資家および機関投資家向けにファンド運用業務を行っています。

上記の登録および会員資格は、SEC、FINRA、SIPC、FCA、CBIまたはMASが、これらの事業体、その商品もしくはサービス、または本資料を承認もしくは推奨していることを意味するものではありません。

本サイトに掲載されるすべての資料は著作権により保護されており、当該資料の提供者であるPantheonが所有または管理しています。本サイトから情報またはソフトウェアをダウンロードした場合、お客様は、Pantheonの事前の書面による承諾なくこれらを複製しないこと、および当該情報に含まれる著作権表示その他の通知または表示を削除もしくは不明瞭にしないことに同意したものとみなされます。

Copyright © Pantheon 2026. 無断複写・転載を禁じます。