

2024年4月19日 全4頁

IMF も日銀も気にするプライベート・デット

米国中心に急拡大し潜在的リスクが指摘されるようになってきた

理事 大橋 俊安

[要約]

- プライベート・デットは米国中心に急拡大しており、その潜在的リスクが指摘されるようになってきた。IMF は国際金融安定性報告書で、日本銀行（日銀）は日銀レビューで、それぞれプライベート・デットを取り上げている。
- 投資家は、しっかりとしたリスク認識をこの機会に持つべきであろう。また、我々もこうしたリスクについて、市場の安定性を脅かし得るものとして認識しておきたい。
- 日本において、プライベート・デットが欧米のように大きく育つ可能性は低いと考える。

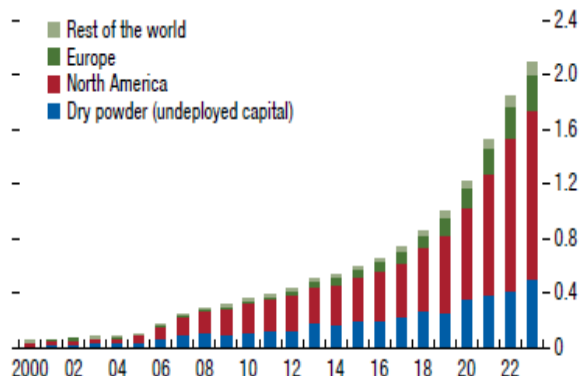
プライベート・デットは米国中心に急拡大

企業にファンドを通じて直接融資を行うプライベート・デット¹（PD）が米国中心に急拡大している。資金調達側は、銀行ローンや社債発行を通じた従来型デットファイナンスの代替ニーズの存在から、資金運用側は、低金利環境下での高い利回り確保のニーズから、PD の急拡大を後押ししたようだ。PD を活用する企業は、信用リスクの比較的高い中堅・中小規模が中心で、商業銀行からの融資（ローン）が難しく（注：銀行側の規制強化も含め）、また市場での社債発行も難しいことから、PD の活用ニーズがあるようだ。なお、PD を活用する企業は、プライベート・エクイティファンド（PE ファンド）の出資先であるケースも多い。一方、投資家は年金基金、保険会社、ソブリンウェルス・ファンドなど機関投資家が中心で、長く続いた低金利環境下での高利回り運用ニーズから、PD ファンドへの投資を活発化させてきた背景があるようだ。

先日発表された IMF の国際金融安定性報告書（GFSR）によれば、PD の規模は 2.1 兆ドルに達しており（図表 1）、そのほとんどは米国を中心とした欧米だ。米国での PD 規模は、HY（ハイイールド）債市場やレバレッジド・ローンの規模と肩を並べるほどにまで拡大している（図表 2）。

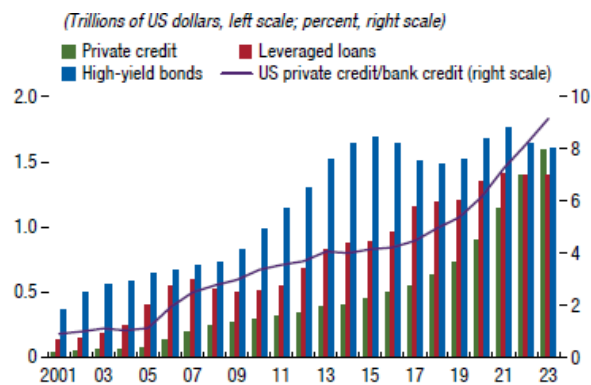
¹ プライベート・クレジットと呼ばれる場合もある。

図表1 世界でのPD規模（兆USドル）



（出所）IMF “GLOBAL FINANCIAL STABILITY REPORT”
April 2024 より抜粋

図表2 米国PD規模の他手段との比較



（出所）IMF “GLOBAL FINANCIAL STABILITY REPORT”
April 2024 より抜粋

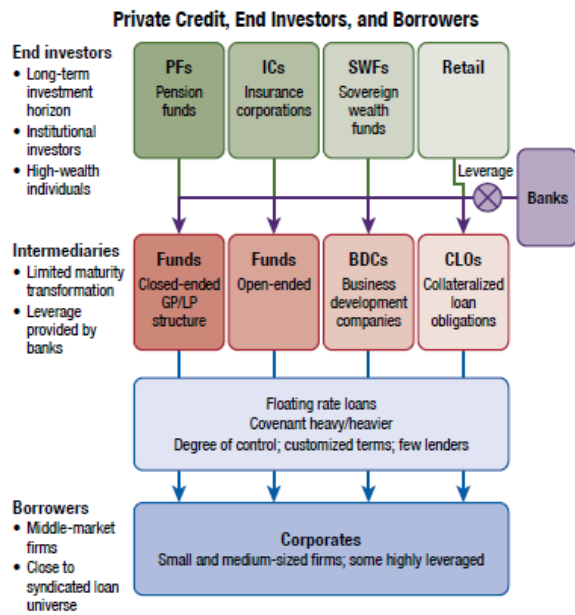
IMFは国際金融安定性報告書で、日本銀行は日銀レビューでプライベート・デットを取り上げた

奇しくも同時期に、IMFも日本銀行（日銀）も、PDを取り上げたレポートを発表している。IMFは4月16日に公表された「[国際金融安定性報告書](#)」（GFSR）で、日銀は4月12日に公表した日銀レビュー「[プライベートデット・ファンドの実態と金利上昇下の動向](#)」で、PDを取り上げている。GFSRも日銀レビューも、急拡大するPDファンドに潜在するリスクを指摘し、GFSRでは、それが金融システムの安定性を脅かすかもしれない潜在的リスクの一つだとも指摘している。PDファンドに投資する投資家は、しっかりとしたリスク認識をこの機会に持つべきであろう。また、我々もこうしたリスクについて、市場の安定性を脅かし得るものとして認識しておきたい。

プライベート・デット（PD）の特徴

プライベート・デット（PD）の特徴は、上記2つのレポートを紐解けば見えてくる。社債のような市場流動性はない一方で、高い利回りが享受でき、かつ、今のところリスク（信用リスクや流動性リスクなど）が顕在化していないのが特徴だ（つまり、パフォーマンスは良好）。各レポートで示されたPDのスキームを以下に示すが（図表3、4）、PDファンドは投資家から集めた資金と、銀行などからの借入を加えレバレッジも活用しながら企業に変動金利で貸し付ける。資金ニーズの高い中堅・中小企業に比較的迅速に融資を実行することや、適切なコベナンツ（財務制限条項）で保全措置を図ることも特徴的である。したがって、比較的高い利回りが享受でき、かつ、柔軟な対応で貸付先の信用維持を図ることから（利払いの延期・追い貸しやエクイティ出資など）、信用リスクの顕在化を今のところ防ぐことができている。また、PDファンドの多くは投資家の解約が制限されたクローズドエンド型であるため、ALM（資産・負債の総合管理）上のミスマッチも防ぐことができている。

図表 3 PD の構造

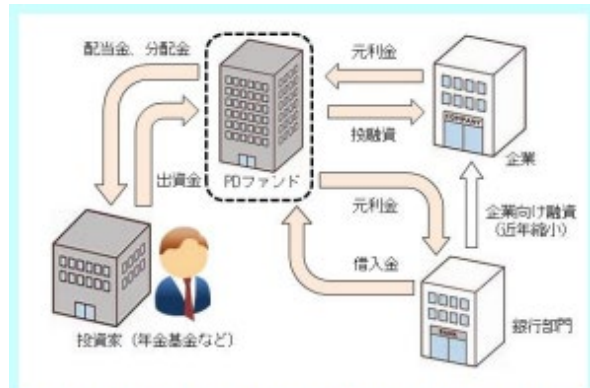


Source: IMF staff.

Note: GP = general partners; LP = limited partners.

(出所) IMF“GLOBAL FINANCIAL STABILITY REPORT”
April 2024 より抜粋

図表 4 PD スキームの概要



(出所) 金口剛久・河上岳史・長谷部光・小川佳也「ファンド向けファイナンスの概要とリスクについて」(日銀レビュー22-J-15、2022年)を参考に筆者ら作成。

(出所) 日銀レビュー「プライベートデット・ファンドの実態と金利上昇下の動向」2024年4月より抜粋

図表 5 PD の特徴

	PD	銀行貸出	HY 債
形態	相対ローン	相対ローン、シンジケートローン	社債
金利	変動金利	変動金利・固定金利	固定金利
流動性	極めて低い(償還まで持ち切り)	中程度	高い
融資期間	7-10年程度	1-7年程度	1-10年程度
コベナンツ	強い制約	緩い制約	なし
担保	あり	あり	なし

(出所) 三菱UFJ信託銀行などを参考に筆者ら作成。

(出所) 日銀レビュー「プライベートデット・ファンドの実態と金利上昇下の動向」2024年4月より抜粋

指摘された潜在的リスク

PD ファンドのリスクは今のところ顕在化していないため、過度な心配をする必要はないと考えられる。しかし、規模の急拡大や金融環境の変化(緩和局面から引き締め局面へ)に伴い、潜在的リスクが指摘されるようになってきた。

日銀レビューでは、①運用実態の透明性の低さ(情報開示が少なく、十分なデータが不足しているなかで規模拡大)、②金融システム内の関連性の高まり(ファンド間、銀行、ノンバンク金融仲介機関との相互関連性の高まり)、③信用の急拡大に伴う脆弱性の蓄積(金融環境変化、景気後退局面でのリスク管理能力が未確認)、そして、④一部にみられるオープンエンド型ファンドの流動性リスク(クローズドエンド型とは異なるALMリスク)、が指摘されている。

これについてはGFSRでも然りで、PDファンドからの借り手の信用悪化、価格の不透明性、レバレッジ、流動性、他主体との連関性などに潜在的リスクがあることを示している。GFSRでは、金融当局がPDファンドへの規制・監督やモニタリングを強化し、潜在的リスクの顕在化を防止することを提言している。

得てしてそうだが、新しい金融手段は、そのスキームが高度化することにより、当初はそうではなくとも、次第に潜在的リスクが顕在化することで頭をもたげ、それがいつしか溜まっていく傾向がある。PDファンドについても、急拡大する中で、ファンド間・他金融手段との競合から、緩いコバナンツの融資など組成の規律が緩む傾向が出てきたとの指摘がみられる。幸い、金融当局はPDファンドの潜在的リスクに気づき、警鐘を鳴らしている。PDファンドに投資する投資家は、しっかりとリスク認識をこの機会に持つておくべきと考えるし、我々もこうしたリスクについて、市場の安定性を脅かし得るものとして認識しておきたい。

日本において、プライベート・デットが欧米のように大きく育つ可能性は低いと考える

米国を中心に欧米でPDファンドは急成長を見せているが、我が日本では、プライベート・デットが欧米のように大きく育つ可能性は低いと考える。図表1で見たように、そもそも欧米以外のPD規模はまだ小さい。日銀レビューでも「わが国のPDファンドの市場規模は、米欧と比べて極めて限定的である。」と述べている。その理由を日銀レビューでは、「本邦デット市場では、国内銀行による融資が支配的であるほか、米欧と比べて貸出金利が低いことからファンドの期待リスク・リターンに見合わない」と指摘している。筆者も同見解に同意する。PDは伝統的デット調達手段である銀行ローン・社債市場を補う形で、米欧で拡大してきた。日本の場合、HY債市場が育っていないなど社債市場の機能は十分ではないが、一方で、潤沢な預金を背景とした間接金融優位の状況に揺るぎはなく、銀行の貸出余力は十分だ。また、PDの中心的借り手である中堅・中小企業は財務・非財務情報が十分に開示されていない。こうした企業へのデットファイナンスは、規制・監督が緩いファンドよりは、やはり、しっかりと規制・監督され、情報生産機能がありリスク負担能力もある銀行が行うべきだと筆者は考える。