

2026年3月13日 全7頁

# 米国：AI ブームの裏側で高まる金融リスク

## ITセクターの収益懸念が揺らすプライベート・クレジット市場

経済調査部

主任研究員

矢作 大祐

### [要約]

- AI 開発・活用に伴う巨額投資が期待通りの収益を生まないのではないかと懸念が強まり、米国ではITセクターの収益性に対する警戒感が高まっている。とりわけ、AI エージェントの登場により SaaS (Software as a Service) の付加価値構造が変化する可能性が指摘され、「SaaS の死」といった見方も広がり、関連株価は下落した。こうした収益懸念は IT セクターの資金調達を支えるプライベート・クレジット市場にも波及している。近年拡大してきた同市場は 2024 年時点で約 1.4 兆ドル規模に達し、その資金需要の約 4 割を IT セクターが占めている。
- プライベート・クレジット市場で資金の出し手として存在感が増している BDC (Business Development Company) にもストレスが生じている。とりわけ上場 BDC では株価が下落し、純資産価値 (NAV) に対するディスカウントが拡大した。BDC の株価は NAV に先行する傾向があるため、将来的な資産価値の低下や信用損失の拡大を市場が織り込んでいる可能性を示唆する。また、非上場 BDC では投資家の解約請求が増え、一部では解約制限 (ゲート) が導入されるなど、流動性懸念も高まりつつある。
- 今後の焦点は、このストレスが金融システム全体へ波及するかである。近年は銀行が企業へ直接融資するのではなく、BDC などにクレジットラインを提供する形で間接的に企業金融へ関与するケースが増えている。このため、BDC の資産価値や信用力が低下すると、銀行が与信を抑制し、BDC の資産売却や評価損拡大を通じてプライベート・クレジット市場全体の不安が高まる可能性がある。資金供給が縮小すれば、プライベート・クレジット市場の主な借り手である IT 企業だけでなく、全体の資金調達環境が悪化し、最終的には金融市場や実体経済へと波及するリスクがある。
- もっとも現時点では、金融システム全体に影響する段階には至っておらず、「投融資先企業の信用リスク上昇」から「BDC の流動性・資金調達構造の脆弱化」の初期段階にあると考えられる。今後のリスク抑制のためには、SEC によるプライベート・クレジット市場への監督強化が重要であるほか、金融ストレスが拡大した場合には FRB による流動性供給が信用収縮の防止に役割を果たすと期待される。ただし、FRB 議長交代を控えた政策環境の不確実性は、将来的な市場安定化策の実効性に影響を与える可能性がある。

## IT セクターの収益悪化懸念は、プライベート・クレジット市場へと波及

米国では AI に対する期待がある一方で、足元では AI の開発や活用の広がり为契机とした、IT セクターの収益性の悪化に対する警戒感が強まっている。具体的には、AI に関連した巨額投資が期待通りの収益を生まないのではないかとの懸念だ。IT 関連投資を見ると、従来は実物資産に投資した場合の期待リターンともいえる名目潜在成長率に連動する傾向があった。足元では伸びが大幅に加速しており、IT バブル期（1990 年代後半から 2000 年代初頭）を上回る乖離幅となっている（図表 1 左）。急速に拡大する IT 関連投資は AI の開発・発展に向けた先行投資とも捉えられる一方で、収益性を度外視した過剰投資の兆しともいえる。収益性への懸念は、SaaS（Software as a Service）の付加価値構造を変化させる可能性がある AI エージェントの台頭によって一層強まった。とりわけ新興 AI 企業のアンソロピック社がクラウド・ワーク（法律や財務分析の自動化）を公表した 1 月以降、SaaS の収益性の下振れ（「SaaS の死」）を見込み関連株価は大きく下落した（図表 1 右）。

こうした収益悪化に対する警戒感は、IT セクターだけでなく、IT セクターが資金調達を行うプライベート・クレジット市場にも波及している。近年、米国では銀行規制の強化を背景に、中堅企業向け融資の多くをプライベート・クレジットが担う構造が形成されてきた。プライベート・クレジット市場は急速に拡大しており、2024 年時点の市場規模は 1.4 兆ドル規模に達した（図表 2 左）。なお、IMF によればプライベート・クレジット市場での資金調達規模の 4 割程度を IT セクターが占める（図表 2 右）。

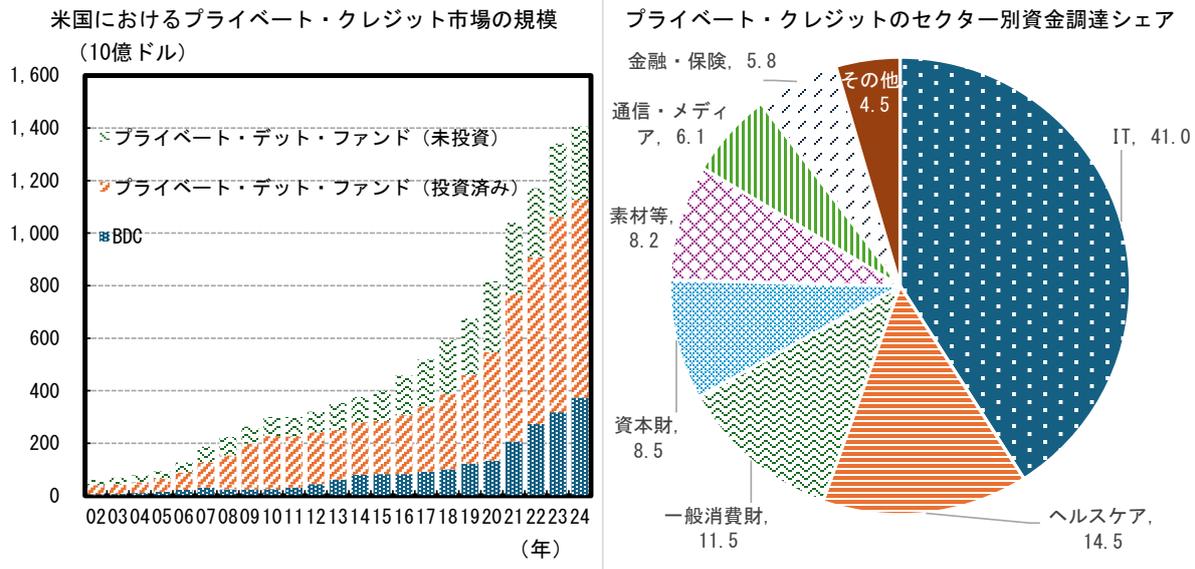
図表 1 名目潜在成長率と名目 IT 関連投資、S&P500 の SaaS 関連の株価指数



(注) 左図の名目 IT 関連投資は情報通信機械投資とソフトウェア投資の和。右図は S&P500 のソフトウェア・サービスの株価指数。

(出所) BEA、S&P、Haver Analytics より大和総研作成

図表 2 米国におけるプライベート・クレジット市場の規模、プライベート・クレジットのセクター別資金調達シェア



(注) 右図は 2021 年から 2023 年の累計資金調達額におけるセクター別シェア。

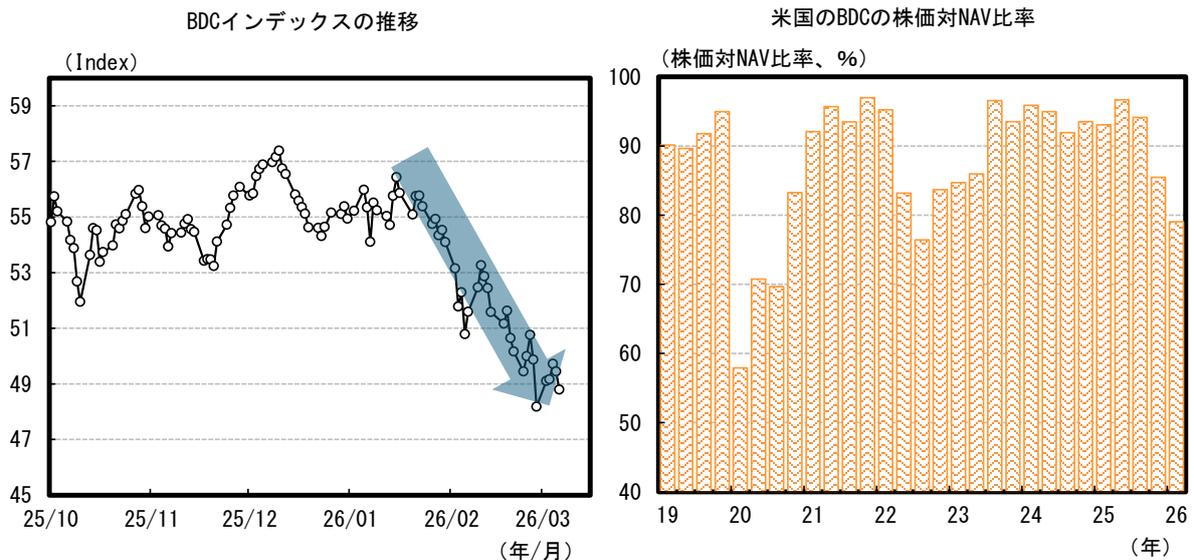
(出所) IMF、FRB より大和総研作成

## プライベート・クレジット市場経由で BDC がストレスに直面

プライベート・クレジット市場では、プライベートデットファンドなどに加えて、足元で存在感を増しているのが Business Development Company (BDC) だ。BDC は 1940 年投資会社法に基づき設計された投資ビークルであり、中堅企業への資金供給を目的としている。BDC はメザニンローンなどを通じて企業に融資を行うが、その資金源は株式市場等を通じた出資に加え、社債発行や銀行借入などによって調達される。中でも上場している BDC は「上場型プライベート・クレジット」とも認識されており、2 月上旬の「SaaS の死」を契機に、上場 BDC の株価指数が下落している (図表 3 左)。

上場 BDC の株価は、一般的な事業会社のように将来の利益水準を基準に評価されるのではなく、保有する投資資産の価値を示す純資産価値 (NAV) を基準として形成される傾向がある。BDC の株価は常に NAV と一致するわけではなく、実際の市場では NAV に対してプレミアム (株価が NAV を上回る) またはディスカウント (株価が NAV を下回る) を伴って取引されることが一般的だ。プレミアムが付く場合には、運用能力の高さや将来的な配当成長への期待、投資ポートフォリオの質の高さなどが評価されていると解釈される。一方で、投資先企業の信用リスクや将来的な評価損への懸念が強い場合には、株価は NAV を下回るディスカウントで取引されることが多い。足元の上場 BDC 株価の下落により、株価対 NAV 比率 (Price to NAV ratio) はディスカウントが拡大した (図表 3 右)。株価対 NAV 比率は、高インフレに対して FRB が利上げを実施したことで、プライベート・クレジット市場にストレスがかかった 2022 年下半年に次ぐ低水準となっている。

図表 3 BDC インデックスの推移、米国の BDC の株価対 NAV 比率



(注) 左図は S&P の BDC インデックス。右図は上場 BDC の株価対 NAV 比率の平均値を Bloomberg が算出したもの。左図の矢印は「Saas の死」といわれた 2026 年 2 月以降のトレンドを示す。

(出所) S&P、Bloomberg より大和総研作成。

上場 BDC の株価は、NAV よりも先行して動く傾向がある点も重要だ。NAV は通常、四半期ごとの決算時に投資資産の公正価値評価を通じて更新されるため、市場環境や投資先企業の信用状況の変化が即座に反映されるわけではない。そのため、市場参加者が将来的な投資資産の価値低下や信用損失の拡大を懸念した場合には、株価が先行して下落することが多く、その後の決算で評価損が計上されることにより NAV が引き下げられるという展開になりやすい。言い換えれば、株価対 NAV 比率の低下は、将来の NAV 低下を市場が先取りして織り込んでいる可能性を示すシグナルとされることが多い。事実、足元では NAV を引き下げる上場 BDC が見られ始めている。

BDC への懸念が強まる中で、非上場 BDC を中心に投資家からの解約請求も増加が報じられ始めている。解約請求が増加した場合には、BDC は資産売却を通じて資金を確保する必要がある可能性がある。ただし、BDC の保有資産の多くは流動性の低い企業向けローンであるため、市場環境によってはディスカウントを伴う売却を余儀なくされるリスクがある。そのため、一部の非上場 BDC では資金流出を抑えることを目的に、解約請求の制限や停止（ゲート）といった措置が取られ始めている。

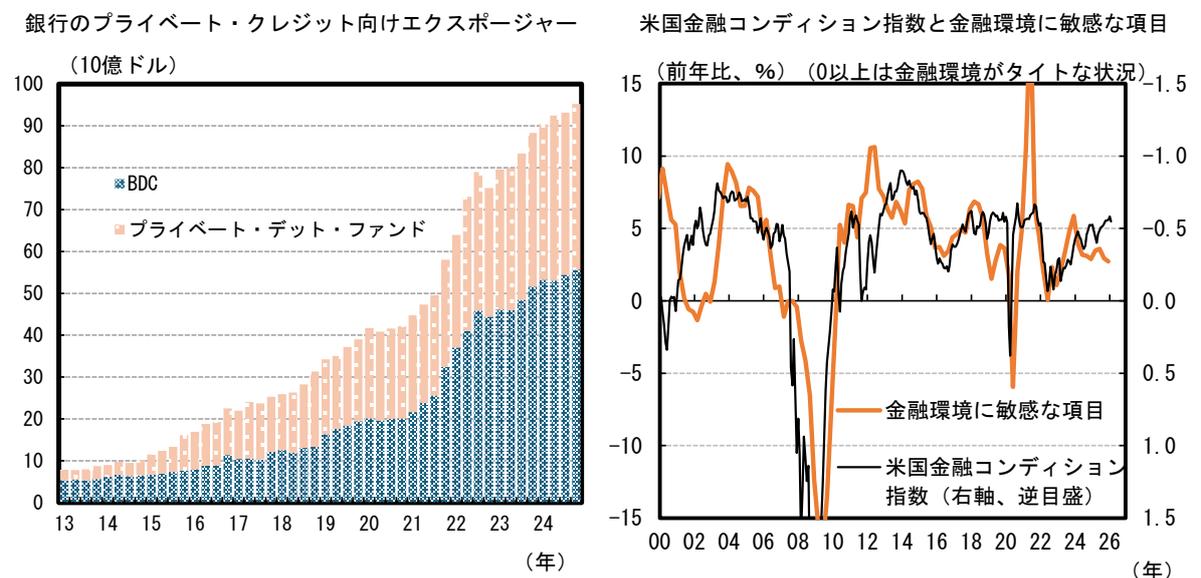
## BDC だけでなく、金融システム全体にストレスが波及するかが焦点

現時点では IT セクターや、プライベート・クレジットを経由した BDC への悪影響が主な現象だ。しかし、今後は金融システムへと悪影響が広がったり、それに伴う信用収縮の発生に至ったりするかが注目点といえる。近年拡大してきたプライベート・クレジット市場においては、

銀行とBDCとの金融的な結びつきが強まっている。銀行は直接企業に貸し出すのではなく、BDCなどの投資ビークルに対してクレジットラインを提供することで、間接的に企業金融へ関与するケースが増えている（図表4左）。よって、BDCの資産価値や収益性が悪化する場合は銀行システムへと波及する経路が考えられるだろう。

具体的には、景気減速や投資先企業の信用力低下などにより、BDCが保有するローンや出資の評価額が下落し、収益性が悪化した場合、BDC自体の信用力も低下し得る。銀行資産全体と比較すれば、BDCなど投資ビークルへのクレジットラインの規模は大きくないが、信用リスクを抑制するために銀行が慎重姿勢を強め、クレジットラインを縮小する可能性がある。

**図表4 銀行のプライベート・クレジット向けエクスポージャー、米国金融コンディション指数と金融環境に敏感な項目**



(注) 左図はコミットメントベース。右図の金融環境に敏感な項目は、実質GDPの内訳のうち、設備投資、住宅投資、耐久財消費の和。

(出所) FRB、BEA、シカゴ連銀より大和総研作成

上述の投資家による解約請求に加えて、銀行による信用供給が絞られた場合、BDCの手元流動性は一層低下し得る。BDCが手元流動性を確保するために、資産売却を実施した場合にはディスカウントが発生する可能性があることは前述の通りだ。資産売却による損失計上が拡大すれば、BDCの財務状況はさらに悪化し、信用力の低下を通じて銀行のリスク認識を一段と高めることになる。このように、銀行による与信の抑制とBDCの資産売却が相互に作用し、プライベート・クレジット市場全体に対する警戒感が強まる可能性がある。

資金供給が抑制されれば、これまでプライベート・クレジットに依存してきた企業の資金調達環境は悪化する可能性がある。とりわけ、足元で市場のストレス要因となっているITセクターにとどまらず、プライベート・クレジットを利用する中堅企業全体へと影響が広がる恐れがある。その結果、中堅企業全体の財務状況が悪化し、BDC・銀行への更なる悪影響や、金融・資本市場への波及といった負の連鎖が続くことで、金融システム全体のリスクへと発展する可

可能性がある。例えば、近年プライベート・クレジット市場との重複が指摘されているレバレッジド・ローン（格付けの低い企業への融資で銀行等が組成し、ファンド等が購入）市場へと波及すれば、その証券化商品である CL0 (Collateralized Loan Obligation) なども含めて、悪影響が拡散することも想定される。

こうした金融システム上のリスクが市場で意識されるようになれば、金融・資本市場の悪化に加え、銀行等金融機関の貸出姿勢が慎重化し、広範な信用収縮への懸念が高まり得る。その場合、実体経済面では金融環境に敏感な需要項目である設備投資や住宅投資、耐久財消費などに対しても下押し圧力が生じることが想定される（図表 4 右）。

### 金融システム上のリスクを発現させないために

金融システム上のリスクに至る過程を示してきたが、現時点でそうしたリスクの発現が強く意識されているわけではない。例えば、金融システム上のリスクに至る過程を（1）BDC の投資先（プライベート・クレジット）の信用リスクの高まり、（2）BDC の流動性・資金調達構造の脆弱化、（3）BDC による資産売却・市場によるディスカウントの進展、（4）金融システムへの波及、（5）実体経済への波及という 5 つの段階に分けた場合、現在は主に（1）から（2）の段階にあるといえる（図表 5）。なお、こうした段階は必ずしも明確に分けられておらず、同時に進行する可能性もある。今後（2）への本格的な移行や、（3）の段階へと移る兆しが見られた場合には要注意といえる。

図表 5 金融システム上のリスクに至る過程の概念図

【第1段階】BDCの投資先（プライベート・クレジット）の信用リスクの高まり

・BDCが多く投資する中堅・非公開企業の財務悪化

⇒ BDCの株価の下落、NAVの下落

【第2段階】BDCの流動性・資金調達構造の脆弱化

・解約制限・新規資金流入減、クレジットラインのコベナント違反に抵触

⇒ 銀行からのクレジットラインの縮小

【第3段階】BDCによる資産売却・市場によるディスカウントの進展

・流動性確保に向けた資産売却

⇒ BDCの資産売却価格の低下とNAVの更なる減少

【第4段階】金融システムへの波及

・BDCの信用力低下、銀行等のBS悪化

⇒ プライベート・クレジット市場に加え、金融・資本市場全体に対する警戒感の強まり

【第5段階】実体経済への波及

・銀行貸し出し基準の引き締め、債券市場のスプレッド拡大、投資家マインドの悪化

⇒ 信用収縮による景気への下押し効果

（出所）各種資料より大和総研作成

他方で、こうしたプライベート・クレジット市場を起点とする金融システム上のリスクについては、その発現を抑制するための手段も一定程度残されている。まず重要なのは、BDC やプライベート・クレジット市場に対する監視・監督体制の強化だ。近年、銀行以外の主体が企業金融を担う比重が高まる中で、規制当局もそのリスクに対する警戒を強めている。米国では証券取引委員会（SEC）が、プライベート・クレジット市場の拡大に伴う流動性リスクや評価の透明性といった課題を2026年の重要な監督テーマの一つとして位置付けている。

もっとも、仮にリスクが急速に発現する場合には、流動性供給や信用緩和といった政策対応を想定しておくことも重要だろう。流動性供給や信用緩和の実務を担うのはFRBだ（ただし、信用緩和には財務省も資本提供で関与）。金融システムのストレスが強まった場合には、FRBが市場全体に流動性を供給することで信用収縮を防ぐことが期待される。BDC自体はFRBの直接的な支援対象ではないが、銀行システムや資本市場への流動性供給を通じて間接的に金融環境の安定化を図ることが期待される。

ただし、今後の政策対応を巡っては不確実性も残る。FRBでは議長交代のタイミングが近づいており、金融政策を巡る政治的な介入や圧力が強まる可能性も指摘されている。こうした状況は、金融市場がストレスに直面した際の迅速な政策判断に支障をきたす要因となり得る。また、次期議長候補に指名されたケビン・ウォーシュ氏は、FRBのバランスシート拡大に対して比較的慎重な姿勢を示してきたことで知られる<sup>1</sup>。仮に市場の動揺が強まる局面で、FRBによる流動性供給が不足したり、対応が遅れたりする場合には、市場の不安が増幅される可能性も否定できない。

このように、プライベート・クレジット市場を巡る金融システム上のリスクに対しては、規制当局による監視・監督の強化と中央銀行による流動性供給という短期的な政策対応の双方が重要となる。ただし、政策環境の不確実性が高まる中では、こうした対応が円滑に機能するかどうか、今後の金融システムの安定性を左右するカギとなるだろう。

---

<sup>1</sup> 矢作大祐「[ウォーシュ氏が目指すのは、FRB版『ドンロー主義』か？](#)」（2026年2月3日、大和総研レポート）