プライベート・クレジットに関する金融安定理事会(FSB)の評価
－脆弱性の分析と潜在的なストレス・シナリオ－

小立　敬

▌要　約▐

1. 金融安定理事会（FSB）は、2026 年 5 月 6 日に、プライベート・クレジットの脆弱性に関する報告書（以下、FSB 報告書）を公表した。FSB 報告書は、米国を始めとするメンバー法域では金融システム全体に及ぶストレスは生じていないという認識を示す一方で、最近は個別の事例として流動性の圧力や借り手のデフォルトが生じており、一部のプライベート・クレジットの貸し手や投資家に影響を与えているとの現状認識を明らかにしている。
2. FSB 報告書は、プライベート・クレジットにおける貸し手と借り手、投資家といった、その複雑なエコシステムを整理するとともに、銀行とプライベート・クレジットの関係に加えて、プライベート・クレジットと保険会社またはプライベート・エクイティとの関係、さらに借り手のプロファイルについて分析を行っている。
3. その結果、プライベート・クレジットの潜在的な脆弱性として、①他のノンバンクとの相互連関性、②クロスボーダーの相互連関性、③複数階層のレバレッジ、④流動性ミスマッチ、⑤集中リスクといった点を指摘する。また、潜在的なストレス・シナリオとして、①景気後退局面におけるデフォルト増加と担保価値の下落を通じた信用収縮、②バリュエーションの不透明性と資産の非流動性に起因する解約を通じたストレス、③相互連関の大きさと市場の不透明性に伴う、銀行システムや投資家に対するストレスの波及を挙げる。
4. FSB 報告書は金融システム全体に及ぶストレスは生じていないとするものの、セミリキッド型ファンドにおける投資家からの解約圧力が今後も継続するようであれば、流動性の問題に帰着し、一部のファンドがさらなるストレス状況に置かれる可能性には留意が必要であろう。FSB および各法域の当局によるモニタリングについても引き続き注意が必要である。

野村資本市場研究所　関連論文等

・橋口達・小立敬「米国プライベート・クレジット・ファンド市場の混乱と論点整理」『野村資本市場クォータリー』2026 年春号。
・小立敬「ノンバンク金融仲介と銀行の関係に関する新たな視点－プライベート・クレジット拡大の背景とリスク－」『野村資本市場クォータリー』2026 年春号。

Ⅰ　プライベート・クレジットの脆弱性に関する FSB 報告書

金融安定理事会（FSB）は、2026 年 5 月 6 日に、プライベート・クレジットの脆弱性に関する報告書（以下、FSB 報告書）を公表した[1]。FSB 報告書は、ノンバンク金融仲介（NBFI）の脆弱性に対応するため、FSB が進めてきた NBFI 作業プログラムの一環として策定されたものであり、FSB はプライベート・クレジットの脆弱性について 2026 年中に検証する方針を示していた[2]。FSB 報告書はその結果を明らかにしたものである。

2025 年秋に米国においてプライベート・クレジットの借り手が相次いで破綻したことを機に、プライベート・クレジットの信用の質が懸念されるようになっている。また、2026 年 2 月には、AI（人工知能）エージェント[3]が既存のソフトウェア・ビジネスモデルに打撃を与えるとする見方が強まったために（いわゆるアンソロピック・ショック[4]）、ソフトウェアを含むテクノロジー・セクターの融資割合が高いプライベート・クレジットへの懸念がさらに高まることとなった。

このような状況の中で、2 月中旬に米国のオルタナティブ資産運用会社であるブルー・アウル・キャピタル（Blue Owl Capital）が運用するプライベート・クレジット・ファンドの保有資産の売却方針を示したことから、解約に対する懸念が生じ、同社株価が急落したことに加えて、他の資産運用会社のプライベート・クレジット・ファンドにも波及が生じ、設定された解約の機会でファンドの投資家からの解約請求が大きく増加するといった事態が生じている。さらに、プライベート・クレジットの借り手におけるデフォルト率の上昇やファンドの評価損の拡大に伴うパフォーマンスの悪化といった話題も連日のように報じられており、プライベート・クレジットは目下のところ、グローバルに市場参加者や政策当局者の大きな注目を集めている。

ただし、プライベート・クレジットで足もと顕在化しているストレスは、必ずしも市場全体に共通する事象ではなく、米国の「事業開発会社（BDC）[5]」という投資会社を用い、クローズドエンド型ではあるものの、投資家からの中途換金を部分的に可能にする「セミリキッド型」と称される、富裕層を含む個人投資家向けの商品で主に生じている[6]。

1　FSB, “Report on Vulnerabilities in Private Credit,” May 6, 2026.

2　NBFI 作業プログラムとは、新型コロナウイルス感染症（COVID-19）のパンデミックによって 2020 年 3 月に発生した極度の市場流動性ストレスを踏まえて検討が開始されたものである。NBFI 作業プログラムについては、小立敬「ノンバンク金融仲介（NBFI）の監督・規制を巡る金融安定理事会（FSB）の包括的な取組み」『野村資本市場クォータリー』2025 年秋号を参照。

3　AI エージェントとは一般に、設定された目標に基づいて自ら行動を計画・実行・改善する自律型 AI を指す。

4　アンソロピック・ショックとは、2026 年 2 月上旬に高性能な自律型の AI モデルであるクロード（Claude）を開発する米国のアンソロピック（Anthropic）が最新モデルを公表したことを受けて、株式市場においては、AI エージェントが人間の業務を代替して、インターネット経由で適宜ソフトウェア機能を利用できる既存のクラウドサービス（SaaS）を崩壊させる「SaaS の死」への懸念が強まって、ソフトウェア・ビジネスモデル関連株を始めとするテクノロジー株を中心に急落した市場の混乱を指す。

5　BDC は、1940 年投資会社法に規定する未上場企業の資金供給を目的とする投資会社であり、プライベート・クレジットの投資ビークルとして利用されている。

6　ブルー・アウルに始まる米国プライベート・クレジットに関する混乱の背景やセミリキッド型のファンドが内包するリスクについては、橋口達・小立敬「米国プライベート・クレジット・ファンド市場の混乱と論点整理」『野村資本市場クォータリー』2026 年春号を参照。

FSB 報告書は、メンバー法域（米国を含む）では、金融システム全体に及ぶストレスは生じていないとの見方を示す一方で、最近では個別の事例として流動性の圧力や借り手のデフォルトが生じており、そのことが一部のプライベート・クレジットの貸し手や投資家に影響を与えているという現状認識を明らかにしている。

FSB 報告書は、セミリキッド型ファンドという一部のプライベート・クレジットの運用環境が悪化する中で、プライベート・クレジットの脆弱性に焦点を当てて FSB が分析を行ったものであり、その内容には注目が集まるところである。こうした中、FSB 報告書は、プライベート・クレジットについて、次のような分析結果を明らかにしている。

- プライベート・クレジットは、信用格付が「B」格に集中していることに加えて、テクノロジーやヘルスケアといった特定のセクターに借り手が集中
- プライベート・クレジットの大半は、クローズドエンド型のファンドである一方、解約の機会を定期的に投資家に提供する商品（セミリキッド型）やオープンエンド型の商品も増加
- 米国では最近の傾向として、BDC 等を通じて、個人投資家によるプライベート・クレジット市場への参加が拡大
- セミリキッド型のプライベート・クレジット・ファンドに関連する最近の事象は、流動性のミスマッチに伴うプライベート・クレジットの脆弱性を明らかにしており、個人投資家がプライベート・クレジットに関するリスクや非流動資産の特性を十分に理解していない場合には、著しい緊張が生じるおそれ
- プライベート・クレジットに対する銀行による融資は比較的限定されている一方で、シンセティック・リスク・トランスファー（SRT）[7]を通じて銀行の信用リスクをプライベート・クレジット・ファンドが引受けており、銀行との間で相互連関性が生じている可能性
- プライベート・エクイティ取引の資金調達では、プライベート・クレジットが重要な役割を担うなど、プライベート・クレジットとプライベート・エクイティとの間にも相互連関性が存在
- プライベート・エクイティ・ファーム（運用会社）が所有・支配関係を有する保険会社を通じて、プライベート・クレジットと保険会社の間で相互連関性が発生

このように FSB 報告書は、現時点においてプライベート・クレジットが金融システムの安定を損なうようなリスクを認識していないものの、いくつかの分野において潜在的な脆弱性があることを指摘する。次章以降で、プライベート・クレジットのシステミック・リスクに注目が集まる中で公表された、FSB 報告書の分析内容を確認する。

[7] SRT とは、銀行がバランスシート上の融資を売却することなく、信用リスクを移転する手段であって、リスクアセットを削減し、資本コストを引き下げる効果がある。SRT は、かつては証券化が利用されていたが、現在はクレジット・リンク債やクレジット・デフォルト・スワップを通じた、シンセティックな信用リスク移転が主流である。主に欧州の銀行で利用されているが、最近は米国やその他の法域でも利用されている。

Ⅱ グローバルに見たプライベート・クレジット市場の現状

１．プライベート・クレジット市場の規模

FSB 報告書は、FSB のメンバー法域から得たデータを基にグローバルなプライベート・クレジット[8]の市場規模を 2024 年末時点で 1.5 兆ドルから 2 兆ドルの間とし、最大の市場である米国を約 1 兆ドルと推計している。また、米国に次いで、ユーロ圏と英国の規模が大きいとする。一方、プライベート・クレジットの市場規模が比較的小さい法域として、カナダ、香港、日本、スイス、南アフリカを挙げている。なお、FSB 報告書は、各法域のプライベート・クレジットの特徴を整理している（図表 1）。米国では、オルタナティブ資産運用会社や伝統的な資産運用会社がプライベート・クレジットのプロバイダーである一方、他の法域では年金基金や保険会社もプロバイダーとなるという違いもある。

プライベート・クレジットは急速に成長している。米国においては 2019 年以降 3 倍の規模に拡大している。ユーロ圏は過去 10 年の平均成長率が 13%であり、英国は過去 5 年の平均成長率が 17%である。プライベート・クレジット市場では、プロバイダーの統合や伝統的資産運用会社による参入も進んでおり、市場は大きな変化の過程にあるとの評価を加えている。

図表 1　各法域におけるプライベート・クレジット市場の特徴

	プロバイダー	借り手	投資家
カナダ	年金基金、保険会社、国内運用会社	インフラ、商業用不動産、動産・債権担保融資（航空機リース、設備等）	年金基金、保険会社、富裕層投資家
香港	外国ファンド		プロ投資家、保険会社
ユーロ圏	プライベート・クレジット・ファンド、特別目的会社	ヘルスケア、IT、産業財、エネルギー、製造業	年金基金、保険会社、投資ファンド
南アフリカ	オルタナティブ／伝統的資産運用会社、プライベート・デット・ファンド、年金基金、保険会社	中堅・中小企業、インフラ、不動産、プライベート・エクイティ、消費者金融	年金基金、保険会社、開発金融機関、富裕層、ファミリー・オフィス、オフショア投資家
スイス	投資ファンド、年金基金、保険会社、ファミリー・オフィス、富裕層	不動産、ファンド投資、スタートアップ	保険会社、年金基金、ファミリー・オフィス、富裕層
英国	オルタナティブ資産運用会社、ポートフォリオ管理サービスのプロバイダー、投資顧問会社	ヘルスケア、テクノロジー、産業、インフラ、エネルギー・トランジション	年金基金、保険会社、銀行、その他金融機関
米国	オルタナティブ／伝統的資産運用会社、プライベート・クレジット・ファンド、BDC、ローン担保証券（CLO）	IT、ヘルスケア、サービス、ビジネス、専門サービス、金融、製造業	年金プラン、保険会社、財団、ファミリー・オフィス、基金、資産運用会社、富裕層投資家、（一部のストラクチャーにおける）個人投資家

（出所）FSB 報告書より野村資本市場研究所作成

[8] プライベート・クレジットについて確立された定義はないが、FSB 報告書では、中堅企業に対する銀行以外によるダイレクト・レンディング（直接融資）であって、バイラテラル（個別の交渉）によって行われるものとして定義されている。

プライベート・クレジットが急成長している要因としては、長期に及んだ低金利環境、グローバル金融危機以降の銀行規制改革に加えて、プライベート・エクイティの拡大が、高利回りでカスタマイズされた融資に対する借り手の需要を高めた可能性を指摘している。一方、より迅速な資金調達やより柔軟な融資の条件、あるいは大規模な設備投資に関わる資金需要といった要因もプライベート・クレジットの成長に寄与していることが述べられている。

２．プライベート・クレジットの複雑なエコシステム

FSB 報告書は、伝統的な資金調達と比較した場合のプライベート・クレジットの借り手と投資家にとっての役割を整理する。一般にプライベート・クレジットは、カスタマイズされた柔軟な条件に基づく借入れを求める企業、または銀行や公開市場からは手頃な資金を調達することが難しい企業に対して代替的な資金調達の手段を提供している。こうした企業は一般に、企業金融の世界ではハイイールドとして位置づけられており、債務比率が高く、無格付の中堅企業が該当する。

特に、十分な担保がないものの、高い潜在成長力を有するイノベーション企業といった伝統的な貸し手から資金調達しにくい企業を支援するためにプライベート・クレジットは重要な存在となる。また、プライベート・クレジットにおける魅力的な利回り、分散投資の機会、未公開市場に対するアクセス、（平時における）安定的なキャッシュフローは、幅広い投資家にとって魅力的であるとしている。

プライベート・クレジット・ファンドは、主に未公開企業（場合によっては上場企業）に融資を行うことを投資戦略とするファンドであり、オルタナティブ資産の範疇に含まれ、プライベート・クレジット専門の資産運用会社やプライベート・エクイティ・ファームによって運用されている。プライベート・クレジットの投資家には、保険会社や年金基金といった機関投資家だけでなく、富裕層や最近では個人投資家も含まれる。

プライベート・クレジットの資産運用会社（ジェネラル・パートナー）は、予め投資家がコミットした資本を引出して融資を実行する。プライベート・クレジット・ファンドは、クローズドエンド型であることが多く、キャピタル・ドローダウン（キャピタル・コールに応じた資本の払込み）によって長期に及んでロックアップされた資本を、ジェネラル・パートナーが時間をかけて引き出しながら融資を提供する。また、ローン担保証券（CLO）の資産運用会社もプライベート・クレジットを提供している。CLO の資産運用会社は、オリジネーターからプライベート・クレジットを購入して CLO に組み入れ、他の投資家にプライベート・クレジット CLO を販売している。

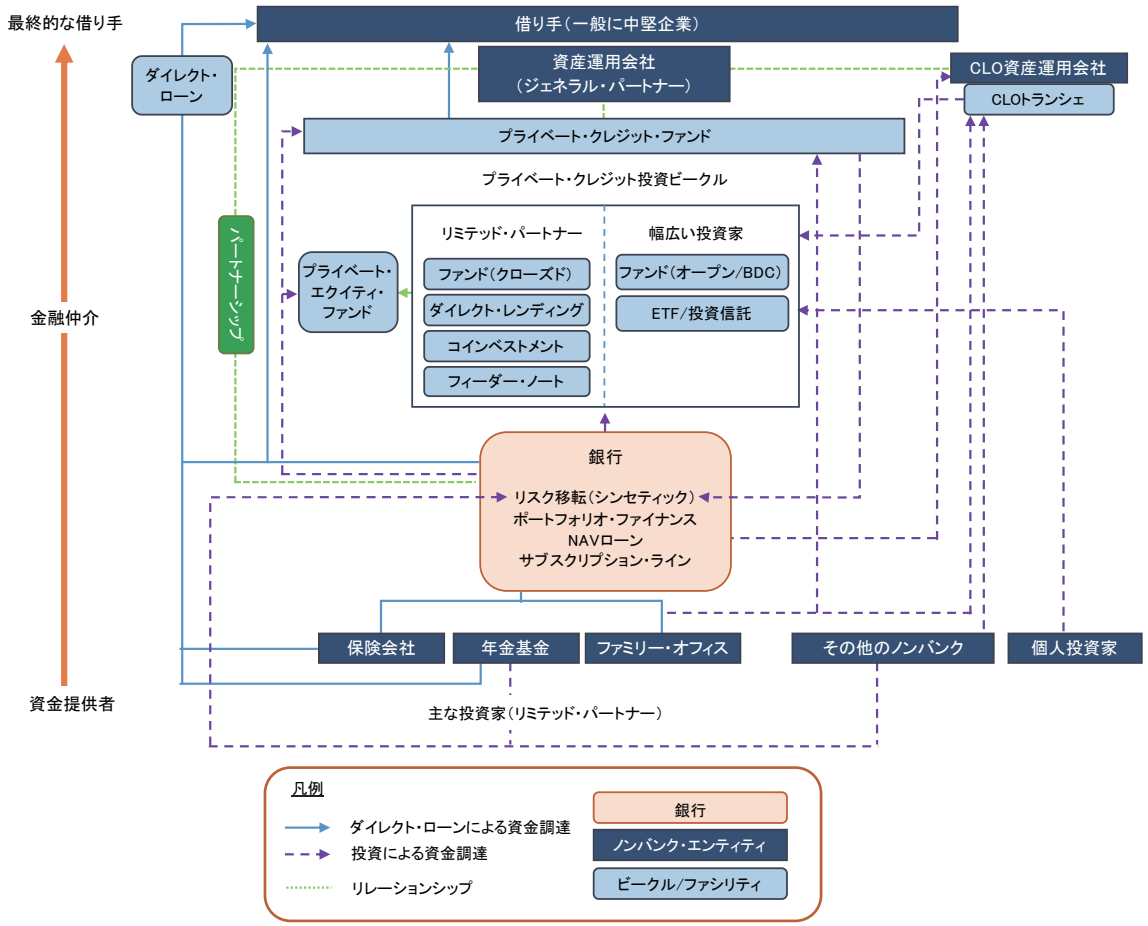
BDC や CLO といった一定のプライベート・クレジット・ファンドでは、キャピタル・ドローダウンではなく、投資家が一括で資本を拠出するインスタント・ファンディングが採用されている。こうした商品の中には、満期の定めがなく、定期的な解約を可能とするエバーグリーン型（またはパーペチュアル型）があり、主に個人投資家に提供されている。

FSB 報告書は、このようなプライベート・クレジットの複雑なエコシステムを図解して整理している（図表 2）。

プライベート・クレジットにおける最近の傾向として、魅力的であり安定的で長期的なリターンをプライベート・クレジットが提供できることを背景として、銀行が引き受けてハイイールドやレバレッジド・ローンとして取引されてきた大規模なローンだけでなく、投資適格企業に対するローンにも対象が拡大しているとする。

また、米国では、BDC や登録投資会社を通じて、個人投資家の参加が拡大しており、運用資産に占める個人投資家の割合が 10 年間でほぼゼロから約 13%にまで上昇していることも指摘されている。自衛力認定投資家（適格投資家）を対象とする非上場 BDC には、年金基金や保険会社、ソブリン・ウェルス・ファンド（SWF）が投資する一方で、上場 BDC には主に個人投資家が投資しており、エバーグリーン型の非上場 BDC には富裕層と機関投資家が混ざっている。一方、上場投資信託（ETF）を含む登録投資会社を通じて、個人投資家がプライベート・クレジットに投資している場合もある。

図表 2　プライベート・クレジットのエコシステム



（出所）FSB 報告書より野村資本市場研究所作成

Ⅲ プライベート・クレジットと銀行の関係性

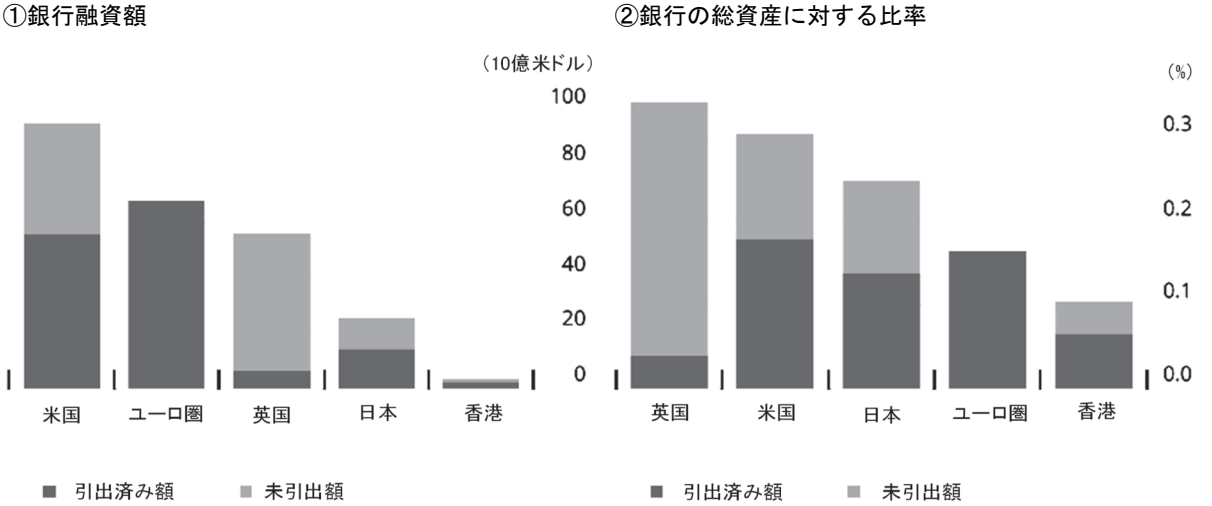
１．プライベート・クレジットにおける銀行の役割

FSB 報告書は、銀行がプライベート・クレジットのエコシステムの中で重要な役割を担っていると強調する。銀行は、プライベート・クレジット・ファンドやプライベート・クレジットの借り手、さらに保険会社や年金基金といった機関投資家に対して、運転資金やレバレッジを目的に様々な形態の融資を提供している。例えば、銀行はプライベート・クレジット・ファンドに融資する一方で、プライベート・クレジットの借り手に対しても融資を行っており、プライベート・クレジット・ファンドからの融資に追加するかたちでリボルビング・ローン・ファシリティを借り手に提供することもある。銀行は CLO にウェアハウス・ファイナンス[9]を提供する一方、プライベート・クレジットを担保とする CLO にも投資を行っている。

２．プライベート・クレジット向けの銀行融資

FSB 報告書は、米国を含めた 5 つの法域のデータを基にプライベート・クレジット・ファンドに対する銀行による直接融資の規模を確認している。その結果、融資の絶対額としても銀行総資産に対する比率でみても、プライベート・クレジット・ファンドに対する銀行のエクスポージャーは限定的であるとの評価を下している（図表 3）。

図表 3　プライベート・クレジット・ファンドに対する銀行融資（2024 年）



（注）　ユーロ圏は 12 行のサンプルのデータであり、引出済み額のみである。英国はエクスポージャーを監督当局が手作業で分類したアドホックのデータであることから過小評価の可能性があるとしている。香港は銀行のサンプルから得られたデータに基づく推計値。米国は FRB の分析に基づくデータ。
（出所）FSB 報告書より野村資本市場研究所編集

[9] CLO におけるウェアハウス・ファイナンスとは、CLO マネージャーが CLO を組成するためにローンを仕入れる際に必要なブリッジ・ファイナンスを銀行から調達することを指す。

また、FSB 報告書は、民間データを基にプライベート・クレジット・ファンドに対する銀行のエクスポージャーが 2,700 億ドルから 5,000 億ドルに上るとみられる一方、銀行の総資産および自己資本（CET1）との比較では相対的に小さいという評価も行っている。ただし、プライベート・クレジット・ファンドに対する融資は一般的に大規模な商業銀行が提供しており、それらの銀行は平均的には高い自己資本要件や CET1 比率を有する一方、近年はより小規模な銀行が融資に関わる傾向があることも指摘している。なお、クロスボーダーの取引として、日本の銀行が北米のプライベート・クレジットの貸し手に対する融資を拡大していることにも触れている。

FSB 報告書は、銀行がプライベート・クレジット・ファンドに融資を行うことについて、プライベート・クレジットが一般に融資対象とする中堅企業に銀行が直接融資する場合に比べてより高いリターンを生む可能性があるとする。そうした高いリターンの背景として、相対的に低いリスクウエイト、歴史的に低水準のデフォルト率に加えて、プライベート・クレジット・ファンドは規模が大きく、スクリーニングやモニタリングの負担が相対的に小さいために、運営費用が低く抑えられることが挙げられている。

なお、プライベート・クレジット・ファンドに対する融資形態はサブスクリプション・ラインが最も一般的であるとしており、ファンドが投資家に対するキャピタル・コール前に融資を実行するためのつなぎ資金として用いられている（図表 4）。米国の BDC では、流動資産を担保にその評価額に基づいて融資限度額（ボローイング・ベース）を設定するボローイング・ベース・ファシリティが使われている。銀行は通常、BDC の資産に対し第一順位のシニア担保付ポジションを保有しており、融資の大半はクレジット・ラインを通じて行われている。

図表 4　プライベート・クレジット・ファンドに対する銀行融資ファシリティ

ファシリティ	概要	期間	ベンチマークに対する上乗せ金利	主な信用保全措置
サブスクリプション・ライン	ファンドが資産を取得するためのブリッジローン	短期、1～3年	約200bp	ファンドのリミテッド・パートナーの資本のコミットメントのうち、未コール部分に対する融資
ファンド・ポートフォリオ・ファイナンス	ファンドは融資限度額に対して柔軟に引出し可能		約225bp	ファンド・ビークルがオリジネーターとされる証券化のシニアトランシェへの投資として組成
NAVファイナンス	ターム・ローン、リボルビング・ファシリティ	3～5年	約200～400bp	ローンの担保は、キャッシュフローおよびファンドの裏付け資産の価値
動産・債権担保ローン（ABL）	ファンドに対するSPVを通じたターム・ローン、リボルビング・ファシリティ	5～6年（ターム・ローン）		ファンドの特定のクレジット資産が担保
レポ・ファイナンス	ターム・ファイナンス			社債の投資・貸付のための借入の担保としてクレジット・リンク債を担保に提供
CLO投資	一般にシニア・トランシェへの資本投資	2～5年	約350bp	CLO資産に第一順位担保権が設定された後、キャッシュフローの優先順位により信用損失は劣後トランシェが負担
BDC向けローン	リボルビング・クレジットライン		約230bp	一般にBDCの資産を第一順位の担保で保全

（出所）FSB 報告書より野村資本市場研究所作成

３．その他のプライベート・クレジットと銀行の関係

FSB 報告書は、銀行がプライベート・クレジット・ファンドを運用する資産運用会社と連携を図っているとしており、未公開市場投資のソリューションを富裕層に提供するための資産運用会社との提携や、資産運用会社と販売やリソースを共有する共同プラットフォームの設置が含まれる。こうした連携では、プライベート・クレジット・ファンドが劣後のリスク、銀行がシニアのリスクを引き受けることが一般的である。

また、銀行はバランスシートの信用リスクを管理する観点から、クレジット・リンク債やクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）を通じたSRTによってノンバンク投資家に信用リスクを移転している。特に欧州においては、プライベート・クレジット・ファンドが年金基金や保険会社を上回るSRTの主要な買い手となっている。グローバルにみると、欧州や英国が SRT の資産の多くを占めているものの、米国やカナダ、その他の法域でも拡大している。欧州ではグローバルなシステム上重要な銀行（G-SIBs）を含む大手銀行がSRT を発行しているが、米国では大手銀行だけでなく地域銀行も SRT を発行している。

なお、FSB 報告書は、銀行がプライベート・クレジット・ファンドやその他ノンバンクに与信を提供する一方で、銀行が組成する SRT にそれらが投資する結果として、リスクの循環が生じているかどうかについて引き続き検証する余地があるとしている。

Ⅳ プライベート・クレジットの借り手のプロファイル

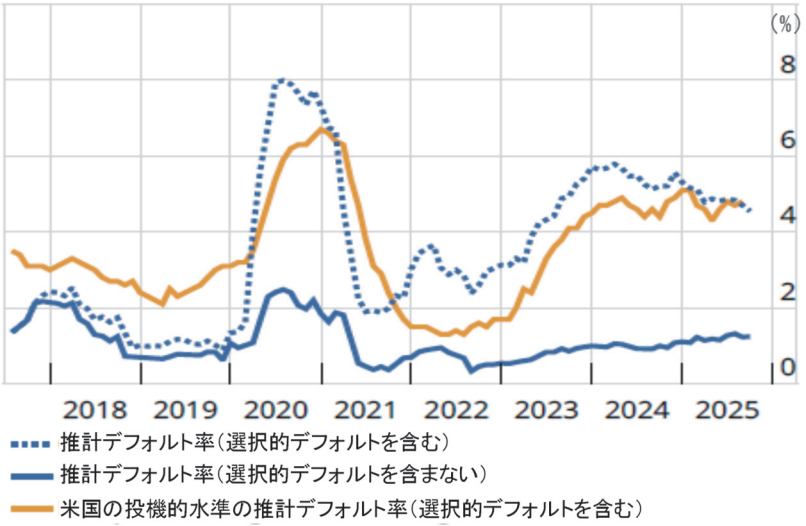
１．プライベート・クレジットの信用状況

プライベート・クレジットの借り手に関して FSB 報告書は、利用可能なデータが相当に限定的であることを強調する。その上で借り手の信用の質に関して、信用格付が幅広く分布するレバレッジド・ローンやハイイールド債とは異なり、プライベート・クレジットは「シングル B」に集中がみられるとする。また、プライベート・クレジットの借り手の規模は公募債市場の借り手よりも小さいとする[10]。さらに、借り手のセクターについては、テクノロジー、ヘルスケア、サービス業が多いとした上で、特にテクノロジー・セクターに対する集中、AI バブルの崩壊や AI による混乱のシナリオについて懸念する見方があることを指摘している。

また、金融危機以降、プライベート・クレジットの借り手のレバレッジが高まっているとし、レバレッジド・ローンで観察されるレバレッジよりもプライベート・クレジットの借り手のレバレッジが高いとする[11]。一般に高いレバレッジはより高い利回りを伴うため、投資家の需要増加に寄与している可能性があると述べている。

[10] 借り手の 75%が EBITDA（利払前・税引前・減価償却前利益）で 1 億ドル未満である。
[11] プライベート・クレジットにおいても M&A で用いられる調整 EBITDA が使われており、それにより見かけ上のレバレッジが過小に評価される可能性も指摘している。

図表 5　プライベート・クレジットのデフォルト率



（注）　過去 12 ヵ月の累積デフォルト率を表す。
（出所）FSB 報告書より野村資本市場研究所編集

プライベート・クレジットでは、借り手の流動性を改善するために利払いを繰り延べる PIK（payment-in-kind）ローンが利用されており、金利上昇局面に入った 2022 年以降増えている。PIK には、PIK ノート（PIK note）と PIK トグル（PIK toggle）と呼ばれる形態があり[12]、PIK はプライベート・クレジットのローンの 12%で利用され、半数が PIK トグルであるとされる。借り手は通常、リボルビング・クレジット・ファシリティの代替として PIK トグルを利用することから、ストレス局面ではさらに増加する可能性がある。

こうした中、FSB 報告書は、プライベート・クレジットにおいてデフォルトが増加する初期的な兆候がみられることを指摘する。実際のデフォルト率は引き続き低水準であるが、一部債務の利払いを行わない選択的デフォルトでみると上昇傾向が現れる（図表 5）。

2．プライベート・クレジットの格付

プライベート・クレジット・ファンドの資産運用会社は一般に、保険会社を含む投資家との共同投資を進めるために格付を取得する。通常、公募市場では、債券発行者が格付の費用を負担し、格付機関がその格付を公開し、データベースで格付を提供している。一方、プライベート・クレジットの格付は非公開格付である。

なお、プライベート・クレジットに付与される格付に関して、一部の格付会社における格付の誠実性の疑念や保険会社による格付ショッピング[13]の可能性も報道されているが[14]、FSB 報告書は、格付の適切性などへの評価は行っていない。

[12] PIK ノートは、繰延利息がローン契約に組み込まれ、借り手はローン実行時から利息支払いを繰り延べることができるのに対し、PIK トグルは、融資期間中に利息支払いを繰り延べるオプションが行使できるものであり、一般に「バッド PIK」などとも呼ばれている。
[13] より高い格付を付与する格付会社を意図的に選んだり、複数の会社に評価を競わせたりすることを指す。
[14] “SEC raises questions over rating agency behind private credit boom,” *Financial Times*, March 24, 2026.

V プライベート・クレジットの潜在的な脆弱性

FSB 報告書はプライベート・クレジットの脆弱性を検証した結果、その潜在的な脆弱性として、①他のノンバンクとの相互連関性、②クロスボーダーの相互連関性、③複数階層のレバレッジ、④流動性ミスマッチ、⑤集中リスクといった点を指摘している。その上で、これらは相互に作用することでリスクを高め、特にストレス局面では、情報の不透明さや複雑性からリスクが増幅される可能性があるとする。

１．他のノンバンクとの間の相互連関性

まず、プライベート・クレジットと保険会社（特に生命保険）との相互連関性が増しているとする。その背景として、プライベート・エクイティ・ファームが保険会社との間で所有関係または支配関係を構築する中、保険会社がプライベート・クレジット・ファンドに投資する傾向を強めていることを指摘している。プライベート・エクイティとの提携によって、保険会社はよりリスクの高い企業の債務にポートフォリオをシフトさせており、バリュエーションの柔軟性と不透明さ、規制アービトラージの可能性やオフショア再保険の利用とともに、より複雑で不透明な構造を生み出しているとの認識を示す。

次に、プライベート・クレジットとプライベート・エクイティの間にも深い相互連関性があるとして、プライベート・クレジットはプライベート・エクイティ取引の資金調達で重要な役割を担っているとする。すなわち、プライベート・エクイティ取引のうち、特にレバレッジド・バイアウトのための負債資金をプライベート・クレジットが提供することが多いとする。また、多くのオルタナティブ資産運用会社は、プライベート・エクイティ戦略とともにプライベート・クレジット戦略も運用しており、それらの間において統合やシナジーの効果が生じる一方で、利益相反への懸念があることも指摘している。

２．クロスボーダーの相互連関性

プライベート・クレジットにおいては、複数の法域にまたがって投資家や資産運用会社、貸し手が関与するクロスボーダーの取引が含まれており、クロスボーダーの相互連関性は、プライベート・クレジット・ファンドが籍を置く地域、資産運用会社が所在する地域、ファンドが融資する企業の所在地、そして投資家の籍といった複数の次元にまたがり得る。特に米国と英国では、プライベート・クレジットは国際色が非常に強く、資産運用会社、借り手、投資家が異なる法域に所在することが少なくないとする。例えば、米国では海外投資家がプライベート・クレジット・ファンドや非上場 BDC において重要な役割を担う一方、米国の資産運用会社は欧州やアジアにも拠点を置きながら、グローバル戦略を展開している。また、米国のプライベート・クレジット・ファンドに外国銀行がレバレッジを供給したり、外国投資家が共同投資を行ったりしている。

３．複数階層のレバレッジ

プライベート・クレジットには複数階層のレバレッジがかかっており、複雑な資金調達や取引の構造から多層のレバレッジを把握しにくくなっている場合には脆弱性を生じ得るとする。レバレッジは、プライベート・クレジットの借り手とファンドの双方に存在し、さらに、ファンド投資家が投資資金を獲得するためにレバレッジを利用することもある。また、プライベート・エクイティ・ファームによるレバレッジド・バイアウトのために、プライベート・クレジット・ファンドが資金を提供している。

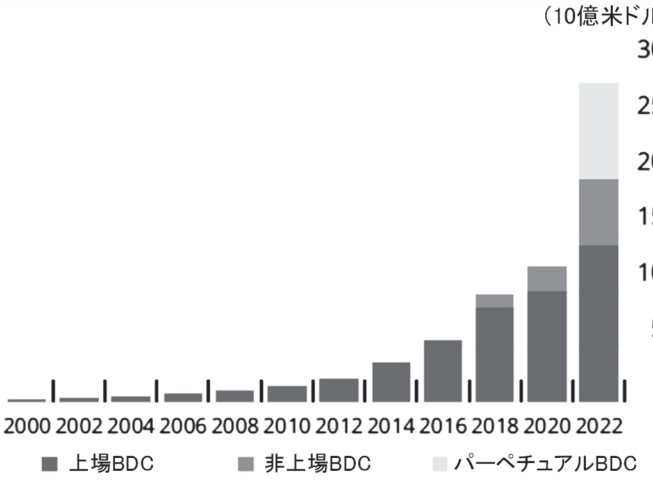
プライベート・クレジットの借入企業のレバレッジは、プライベート・エクイティ・ファンドによって形成される。プライベート・エクイティ・ファンドは通常、ROE 向上のために多額の債務を用いて企業を取得するが、プライベート・クレジット・ファンドはそうした高レバレッジ企業に融資を提供する。また、多くの借入企業は、プライベート・クレジットの貸し手や銀行との間でリボルビング・クレジット・ラインを設け、いつでも融資を引き出すことができるようにしている。

４．流動性のミスマッチ

伝統的なプライベート・クレジット・ファンドは、クローズドエンド型であることから、流動性ミスマッチは抑制される。例えば、米国ではプライベート・クレジット・ファンドの大半がクローズドエンド型であり、投資家の資本は長期にわたりロックアップされる。

ただし、最近はより頻繁な解約機会を投資家に提供する商品やオープンエンド型の商品も増えている。米国では、パーペチュアル型の非上場 BDC のような定期的かつ部分的に解約機会を提供するセミリキッド型ファンドが拡大している（図表 6）。ユーロ圏では、プライベート・クレジット・ファンドの約 20%がオープンエンド型であり、うち約 75%は月次あるいはそれ以上の頻度で投資家の中途換金を認めているとする。

図表 6　米国 BDC における投資ビークル毎の運用資産残高（AUM）



（出所）FSB 報告書より野村資本市場研究所編集

FSB 報告書は、ここ数ヵ月間で複数のプライベート・クレジット・ファンドにおいて、特に富裕層投資家による大口の解約請求が生じており、しかも一部のファンドでは NAV の 5%とする規約上の解約上限を超える請求があったことを述べた上で、セミリキッド型のプライベート・クレジット・ファンドの大口の解約請求は、流動性ミスマッチに関する潜在的な脆弱性を明らかにしていると指摘する。

特に個人投資家を惹きつけることを目的としてより柔軟な解約条件を提供し続ければ、流動性ミスマッチはさらに拡大する可能性があると強調する。プライベート・クレジット市場における個人投資家の拡大（いわゆる「リテール化」）は、定期的解約を可能にするセミリキッド型のファンドの成長、すなわちより柔軟な解約条件と関連づけることが可能であり、それは流動性ミスマッチに伴う潜在的な脆弱性を高めるリスクがある。さらに、投資に関する包括的な開示が行われているにもかかわらず、個人投資家はプライベート・クレジットの非流動性を十分に理解していない可能性があり、そのことがストレス局面において投資家の解約請求をさらに増幅させ得ると指摘する。

５．集中リスク

プライベート・クレジットの与信先は、テクノロジー、ヘルスケア、サービス業という特定のセクターに集中する傾向があり、最近ではプライベート・クレジットが AI に関連した投資に資金を提供する役割も担っている。特定セクターへの集中は、借り手の特性に対するより深い理解につながり、貸し手が融資を実効的にモニタリングし、管理する能力を高めることが期待される一方で、分散効果が低下することによって地域またはセクターに固有のショックに対するエクスポージャーが増大し得る。

また、米国 BDC においては BDC 向けの融資を提供する銀行が一部に偏っているとする。BDC は平均すると 5.5 行との間で融資関係を有する一方で、上位 5 行で BDC 向けの融資コミットメント総額の 63%を占めており、上位 10 行では総額の 84%を占めていることを指摘している。

さらに、プライベート・エクイティおよびプライベート・クレジットの資金の出し手にも集中がみられるとしており、グローバルでみると 5 つの大手資産運用会社グループが、プライベート・エクイティとプライベート・クレジットの業界全体で融資コミットメント総額の約 3 分の 1 を占めている[15]。

なお、データが不足しているために、プライベート・クレジットにおける集中に加えて、プライベート・エクイティ・ファームや保険会社、年金基金の間で相互連関性を把握することが困難であるとする。また、集中や相互連関性について、クロスボーダーやセクターをまたいだ規制アービトラージによっても促されている可能性があるとしている。

[15] ただし、同じ資産運用会社グループ内のファンドにおいては、融資が異なるファンドに分散されていることから、潜在的な波及効果は限定される可能性があるとも述べている。

６．潜在的なストレス・シナリオ

FSB 報告書は、メンバー法域から金融システムに及ぶストレスは報告されていないが、最近、個別（isolated）の事例として流動性圧力や借り手のデフォルトが発生し、一部のプライベート・クレジットの貸し手や投資家に影響を与えているという認識を示している。すなわち、FSB としては、足もとではプライベート・クレジットが金融システムの安定を損なうような状況を認識していないと捉えることができる。

一方、FSB 報告書はプライベート・クレジットの潜在的なストレス・シナリオとして、景気後退局面ではプライベート・クレジットへの依存の高まりがリスクとなり得るとする。すなわち、深刻な景気後退は、借り手の返済能力を低下させて、デフォルトを増加させる可能性があり、特に高いレバレッジや信用力が低いプライベート・クレジットの借り手でデフォルトが生じるおそれがある。プライベート・クレジット・ファンドが損失の発生により融資を抑制することで、プライベート・クレジットに依存する企業セグメントの信用供給が減少して、マクロ経済への影響が増幅される可能性がある。また、プライベート・クレジットでは最近、担保付融資が増えており、景気後退期には担保価値の下落を通じて融資が収縮し、ストレスを悪化させる可能性も想定される。

また、プライベート・クレジットのバリュエーションの不透明性と資産の非流動性が、ストレス局面で事態をより悪化させる可能性がある。特に解約機会のあるプライベート・クレジット・ファンドは、解約請求に対応するために資産売却し資金を得る必要があるが、市場環境が悪化する局面で困難に直面する可能性がある。解約は、例えば、四半期毎に NAV の 5%といった上限を設けているものの、損失認識の遅れが解約圧力を高めるおそれがある。また、プライベート・クレジットの格付や個別性の高いバリュエーション手法は、リスク評価を複雑化させ、損失認識に対する懸念を高め得る。その結果、資産の強制的な売却がバリュエーションをさらに押し下げて損失を拡大させるとともに、投資家の信認を一段と損なうといった下方スパイラルを招き得るとする。個人投資家の拡大と解約可能なファンド構造へのシフトはさらに状況を悪化させる可能性があるとしている。

さらに、ストレス局面では、プライベート・クレジットのエコシステムにおける複雑性と相互連関性に起因する脆弱性も顕在化し得るとする。資金調達構造の複雑さはストレス時に銀行システムへの波及リスクをもたらす可能性があり、プライベート・クレジット・ファンドが流動性確保のために銀行のコミットメント・ラインに依存している場合には、特に借り手がリボルビング・クレジット・ラインを引き出す局面では、流動性圧力が銀行に波及するおそれがある。また、プライベート・エクイティ取引における高いレバレッジは損失を増幅させ、それらの取引に資金を提供するプライベート・クレジットに追加的な負担が発生し得る。一方、プライベート・エクイティとプライベート・クレジットの双方にエクスポージャーを有する保険会社や年金基金のような投資家は、ストレス環境下でキャピタル・コールに直面すると、流動性資産を売却せざるを得なくなる可能性もある。相互連関の大きさと市場の不透明性は、相関したストレスのリスクを高め得る。

VI プライベート・クレジットに関する今後の注目点

FSB 報告書は、米国においてセミリキッド型など一部のプライベート・クレジット・ファンドの流動性圧力が顕在化し、プライベート・クレジットのシステミック・リスクに注目が集まる中での公表となったが、現時点においてはプライベート・クレジットが金融システムの安定を損なうような状況は認識されないことを示した。

その一方で、プライベート・クレジットの潜在的な脆弱性として、①他のノンバンクとの相互連関性、②クロスボーダーの相互連関性、③複数階層のレバレッジ、④流動性ミスマッチ、⑤集中リスクに関して、以下の通り指摘する。

- プライベート・クレジットと保険会社、あるいはプライベート・エクイティとの間で相互連関性が生じている
- 複数の法域にまたがって貸し手や資産運用会社、投資家が関与しており、クロスボーダーの相互連関がある
- 借り手、ファンドおよび投資家という複数の階層でレバレッジがかかっているため、複雑な取引構造においてはレバレッジの把握が困難
- プライベート・クレジット市場のリテール化によって、セミリキッド型ファンドが今後も成長すれば、流動性ミスマッチに伴う脆弱性を高める
- 与信先がテクノロジーを含む特定のセクターに集中していることに加えて、米国の BDC に対して融資を提供する銀行、プライベート・エクイティやプライベート・クレジットを提供する資産運用会社にも集中がみられる

FSB 報告書はその上で、潜在的なストレス・シナリオとして、①景気後退局面におけるデフォルトの増加と担保付融資の担保価値下落を通じた信用収縮、②バリュエーションの不透明性と資産の非流動性に起因する解約を通じたストレスの増幅、③相互連関の大きさと市場の不透明性に伴う相関したストレスの銀行システムや投資家への波及といった状況を指摘する。現在のプライベート・クレジット市場では、いずれのストレス・シナリオも確認されないように窺われる。

もっとも、プライベート・クレジットに関しては詳細なデータが不足しているために、脆弱性を実効的にモニタリングすることが困難という制約がある。また、プライベート・クレジット全体としてはストレスの状況にはないとみられるが、一部のセミリキッド型ファンドの解約圧力が今後も継続するようであれば、流動性の問題に行き着くこととなり、一部のファンドがさらなるストレス状況に置かれる可能性には留意が必要であろう。

FSB は今後の取組みとして、プライベート・ファイナンスのエコシステム内における NBFI の間の相互連関性に伴う脆弱性とともに、プライベート・クレジット・ファンドの流動性ミスマッチに関する潜在的な脆弱性の評価を継続する。FSB および各法域の当局によるプライベート・クレジットのモニタリングについても引き続き注意が必要である。