



2025 年 4 月 1 日

プライベート・デット・ファンドの萌芽

公益財団法人 国際通貨研究所
専務理事 鈴木 健史

日本は「資産運用立国」になるべく、国をあげて新 NISA 導入などの制度枠組みを整えてきている。今や、若者の半数が新 NISA などを利用して資産運用の世界にそろりと足を踏み入れており、まず順調な立ち上がりと言える一方、まだまだ金融資産の多くは、特に高齢者では、預貯金に集中しているのが現状であろう。

新 NISA での運用の中身は株式が大半を占めており、特に若者は海外株式の分散投資が多いと聞く。良好な外部環境に支えられ、ここ数年の運用成績は好調で喜ばしい限りではあるものの、提供されている運用手段が株式に大きく偏っていることが気になっている。高齢者からすれば、年金プラスの収入として、定期的な利息収入を選好するニーズが必ずしも満たされていないのではないかと。

「金利のある世界」が復活して 1 年。まだまだ絶対的な金利水準は低く、近い将来もそう高い水準は見込めないと思われるが、利息収入型の運用手段は、社債市場の規模が必ずしも大きくない中、信用リスクが低く低金利の銀行定期預金や国債が圧倒的であろう。

日本では、引き続き銀行が貸し手となる間接金融が資金循環の中核を占めているが、2008 年の金融危機を経て、銀行に対する当局の規制は世界的に厳しさを増し、結果として、米国などでは、銀行を通さず直接ファンドなど（＝ノンバンクの類）が企業に対して融資を行う「プライベート・デット」の残高が急増している。足元でもその増勢は止まらず、米ファンド 5 社の企業向け融資などクレジット部門の合計残高は、米銀トップの JP モルガンの残高を上回ったと報じられている。

こうした資金の多くは、銀行が大きな残高を抱えにくい、比較的高いレバレッジの企業融資（例えば、買収者の採算を高め多くの負債を抱える Leveraged Buy Out（“LBO”）関連）や、長期のインフラ融資などに見られ、米国でのかかる取引では、もはやプライベート・デットが入らないファイナンスが稀になっていると聞く。

2022 年 3 月の米国金融当局 FRB による急速な利上げが始まって 3 年が経った。4%を超える高い政策金利の中で、2024 年の破産法申請件数は 14 年振りの水準まで高まっ

ている。一方で、新規リスクマネーや再生資金の供給がスムーズに行われ、マクロでは資金の目詰まりが起こらず、マネーフローが奇妙に安定を保っているのは、こうした資金供給者の変化 ～規制に縛られた銀行中心からプライベート・デット（ノンバンク）の台頭～ も一因であるように思う。

米国金融規制を巡っては、FRB の銀行に対するストレス・テスト・シナリオが恣意的であるとした訴訟が提起されるなど、当局のフリーハンドがじわり狭まってきているほか（注）、トランプ政権は規制緩和を指向する方向感であり、今後米国では一層アグレッシブなファイナンス手法が見られるようになるかもしれない。

日本では、ファンドが直接企業融資を行う動きも聞かれるが、銀行等が融資した貸出をファンドとして販売する、デット・ファンドの萌芽が見られてきた。

事業の新陳代謝を促す、ファンドによるレバレッジをかけた買収が珍しくなくなり、また中堅・中小企業を対象とする事業承継のケースなどで、国内 LBO 融資残高は急速に増加しており、今後もこの傾向が続くであろう。現状、かかるファイナンス残高はメガバンクがその多くを占めると言われているが、古典的な、銀行団へのシンジケーションにも限界がある中、デット・ファンドを組成し投資家宛に販売する動きが始まっている。LBO 以外にも、再生エネルギーや老朽化したインフラ整備資金など、中長期で多額のファイナンスを求められるケースも益々多くなり、これらをソースとしたデット・ファンドも増えていくことが見込まれるのではないかな。

冒頭で述べた通り、資産運用側としては、「株式 vs 定期預金・国債」という両極端のメニューが中心である中、両者の中間に位置付けられる商品はあるべきだし、相応のニーズがあるように思う。デット・ファンドへの当面の直接の資金供給者は機関投資家や一部富裕層が中心になろうが、これを一般投資家向けにアレンジしていく工夫も出来よう。この取り組みは即ち、資産運用立国の方針に沿って、より多様な投資先への運用を促すことであり、当局が何らかの後押しを検討することも一考に値するかなと思う。

販売側に求められるのは、確りとした情報開示と、リスク・リターンを判りやすい形で示していくことは言うまでもない。それに加えて、特に重要なのは、原取引のオリジネーターは確りとした目線で規律ある融資を行い、全てをデット・ファンド含む第三者に売却するのではなく、自らが当事者として、そのファイナンスを回収するまで残り続けることではないか。その意味で、融資を本業とする銀行が中心となり、最後まで同じ船に乗って採り上げ責任を果たすことが、健全な発展に向けて肝要と思う。

（注）

昨年 6 月に、連邦法の曖昧な部分の解釈を行政当局に委ねるとしたシェブロン法理が最高裁判決により否定され、法律の曖昧さは当局ではなく裁判所が判断するとの考えが示された。こうした背景から、FRB のストレス・テストの要素は、透明性確保のため市中協議を行うべきとする訴訟が、昨年 12 月に米銀行政策研究所、米国銀行協会等から提起されている。

（IIMA メールマガジンへの寄稿）

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2025 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: Nihon Life Nihonbashi Bldg., 8F 2-13-12, Nihonbashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, Japan

〒103-0027 東京都中央区日本橋 2-13-12 日本生命日本橋ビル 8 階

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp>