

国際通貨研レポート



Institute for International Monetary Affairs (IIMA)

公益財団法人 国際通貨研究所

ノンバンクセクターの概況及び 米国プライベートファンドの動向について

公益財団法人 国際通貨研究所

Institute for International Monetary Affairs (IIMA)

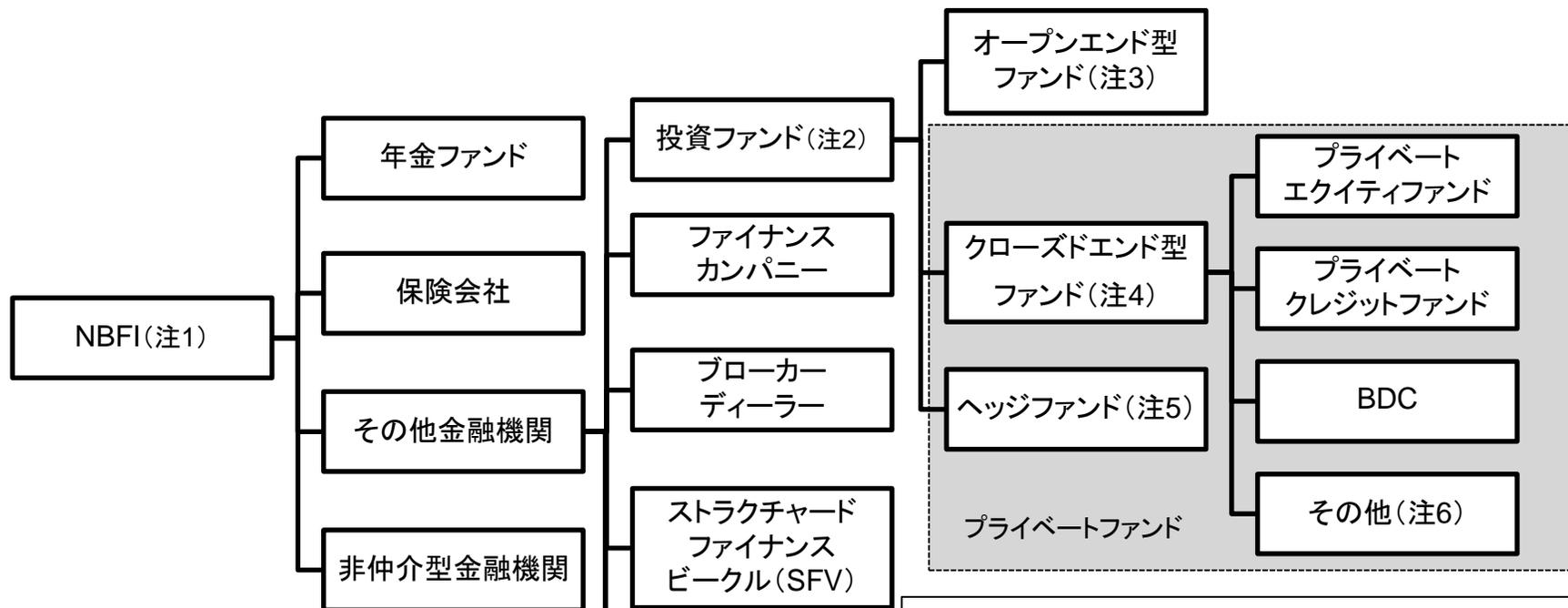
経済調査部 上席研究員 五味 佑子

* 本稿は2024年3月7日までの情報に基づき作成

目次

0. ノンバンク概念図	3
1. ノンバンク概観	
(1) 10年で総資産は1.8倍に増加、投資ファンドが成長を牽引	4
(2) 信用仲介機能が拡大、近年の市場混乱で脆弱性が顕在化	5
(3) 投資ファンドの流動性リスク、相互関連性の脆弱性に注目	6
(4) 投資ファンド業界は米国が最大	7
(5) 近年プライベートファンドによる資金提供が拡大	8
2. 米国の主要ノンバンクセクター概観	
(1) 年金ファンド及び生命保険会社	9
(2) オープンエンド型ファンド	10
(3) クローズドエンド型及びヘッジファンド	11
3. 米国でファンド規制が強化、プライベートファンドの規制強化の動きも	12
4. 米国のプライベートファンドの動向	
(1) 大手PEファームはクレジット戦略を拡大	13
(2) プライベートクレジットの動向	14
(3) プライベートクレジットのリスク	15
5. 総括	16
2 主要参考資料	17

0.ノンバンク概念図



(注1): 中央銀行、銀行、公的金融機関を除くすべての金融機関であるノンバンクセクター(Non-bank financial intermediation)を指す。

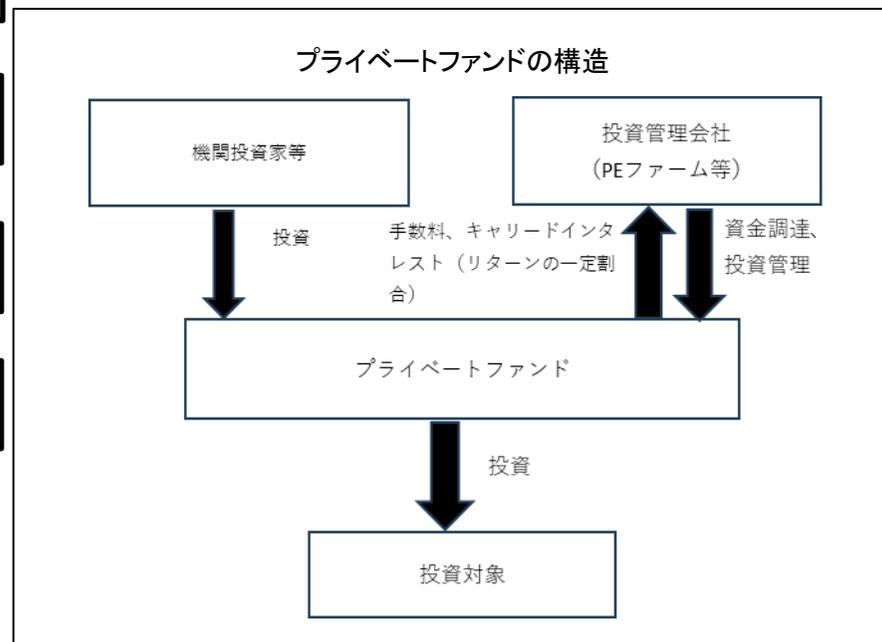
(注2): 投資家から資金を集め金融商品等に投資。米国では投資家を限定する等一定要件を満たす場合はプライベートファンドとして取り扱い

(注3): 投資家の要求に応じ継続的に償還可能。ミューチュアルファンド(株式、債券、短期金融市場商品に投資するファンド)、MMF(マネーマーケットファンド)、ETF(上場投資ファンド)等

(注4): 投資家への継続的な償還が不要

(注5): レバレッジ等投機的手法を利用を用いて投資

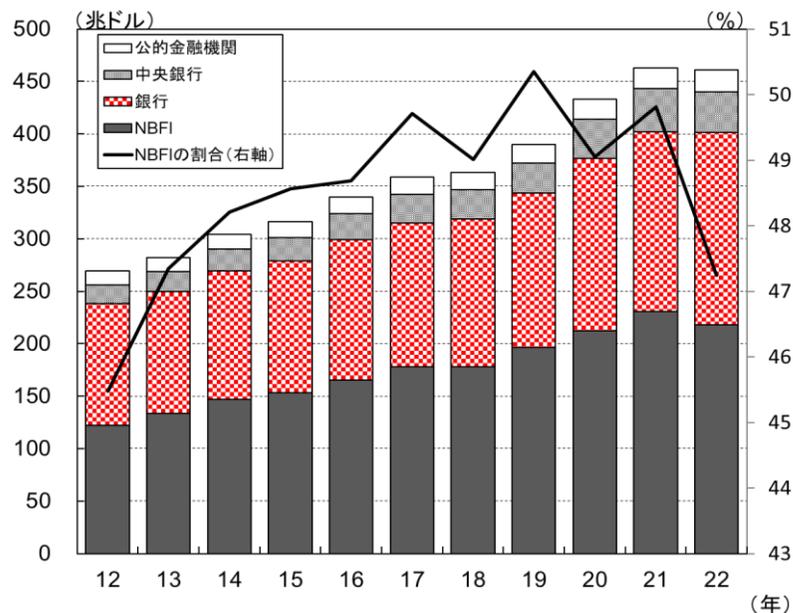
(注6): インターバルファンド(数か月毎に償還可能)等



1. ノンバンク概観 (1)10年で総資産は1.8倍に増加、投資ファンドが成長を牽引

- FSB(金融安定理事会)のグローバルモニタリングレポートによれば、NBFの総資産はグローバル金融システムの47%を占める(2022年)。10年で総資産は1.8倍に増加。但し、2022年は金利上昇により、投資ファンドの時価資産ポートフォリオの評価損が影響し、13年ぶりに総資産が前年比5.5%の減少。
- NBFは①年金ファンド、②保険会社、③その他金融機関、④非仲介型金融機関に大別されるが、10年で総資産の伸びが最大(2倍)なのは③その他金融機関である。総資産の割合では、③その他金融機関が63.7%を占め、なかでも投資ファンド(除くMMF、ヘッジファンド等)が40%を占める。
- ③の主要セクターのクレジット資産(貸出、債券、預金)をみると、MMFとヘッジファンドを除く投資ファンドは10年で1.9倍に拡大。MMFは1.8倍、ヘッジファンドは3.5倍に拡大。

グローバル金融資産の内訳推移



(資料)FSB[2023b]より国際通貨研究所作成

主要ノンバンクセクター内訳(グローバルベース)

	2022年			③その他金融機関の主要セクター資産内訳				
	総資産 (兆ドル)	シェア (%)	2012 年比 (倍)	総資産 (兆ドル)	同左 シェア (%)	クレジット 資産 (兆ドル)	同左 2012 年比 (倍)	
①年金 ファンド	40.9	18.7	1.6	投資ファン ド	56.1	40	10.1	1.9
②保険 会社	35.6	16.3	1.5	MMF	9.3	7	7.2	1.8
③その他 金融機関	139.1	63.7	2.0	ヘッジ ファンド	7.1	5	4.5	3.5
④非仲介 型金融機 関	2.8	1.3	1.8	ファイナ スカンパ ニー	6.4	5	4.6	1.6
NBF 合計	218.5	100	1.8	ブローカー ディーラー	12.5	9	6.1	1.2
				SFV	6.3	5	4.3	1.1
				信託会社	3.9	3	1.7	2.0

(注)クレジット資産には、ローン、債券、預金債権を含む。SFV: Structured finance Vehicleの略

(資料)FSB[2023b]より国際通貨研究所作成

1. ノンバンク概観 (2) 信用仲介機能の拡大、近年の市場混乱で脆弱性が顕在化

- NBFIの信用仲介機能が拡大する中、NBFIの金融システムにおける脆弱性(流動性リスク、レバレッジの問題、相互連関性(注))が指摘される。2020年3月のコロナ禍における市場混乱、2021年3月の米国投資会社アルケゴスの破綻、2022年9月の英国債・英ポンド・英国株のトリプル安等のイベントにおいて、NBFIの脆弱性が顕在化。
- NBFIが抱えるこうした脆弱性は、各エンティティのビジネスモデルやバランスシート構造に左右される。流動性のミスマッチが起こるといふ点では、国債やコマーシャルペーパーなどの短期商品に投資を行う即時換金可能なプライムMMF、オープンエンド型ファンドが代表例。レバレッジに関しては、借入金による有価証券の購入(レポ取引等)によりレバレッジを利用しているヘッジファンドや資産運用会社が典型例として挙げられる。相互連関性については、金融商品の売買等を通じたNBFI間の連関性に加え、銀行からの融資や銀行と同じ商品にエクスポージャーを持つことによるNBFIと銀行の連関性もある。

(注)相互連関性: 当事者間の貸借や投資エクスポージャー等

最近の市場混乱とNBFIとの関連

時期	出来事	NBFIとの関連
2020年3月	コロナショックによる市場混乱	MMF,オープンエンド型ファンドからの資金流出、ヘッジファンドの米国債のベース取引のポジション解消、欧州の年金ファンドの多額のマージンコール(追加の担保・保証金)発生
2021年3月	米国投資会社アルケゴスの破綻	プライムブローカー(ヘッジファンド等のノンバンクに保管、決済、有価証券貸付、融資等のサービスを提供)に損失発生。ヘッジファンド向け融資減少ももたらす
2022年3月	ロンドン金属取引所のニッケル取引停止	銀行や投資ファンドなどの投資家がロングポジションを多く保有
2022年9月	英国での債券、株価、通貨のトリプル安	英国年金ファンドやLDI(債務連動型運用)戦略に投資しているファンドがマージンコールに直面、国債の換金売りが急増
2023年3月	米国での地銀2行破綻、スイスのUBSが信用不安に陥ったクレディ・スイスを買収	2行破綻直後、米国のMMFへの資金流入が急増。要因の一つに銀行預金よりもMMFの利回りが高かったことが挙げられる。地銀が資金提供を引上げ、プライベートクレジットファンドにとってはビジネス機会に

(資料)FSB[2020a], OFR[2021a],], OFR[2023a FSB[2023a],IMF[2022a], IMF[2023a] IOSCO[2023b] FRB[2023a]等より国際通貨研究所作成

1. ノンバンク概観 (3) 投資ファンドの流動性リスク、相互関連性の脆弱性に注目

- 2008年のグローバル金融危機を契機に、ノンバンクセクターの規制・監督強化のため、FSB、BCBS(バーゼル銀行監督委員会)、IOSCO(証券監督者国際機構)が5つの重点項目に沿って国際的な政策提言をしている。2020年の市場混乱を受け2021年にはFSBがMMFの強靭性向上のため、償還コストの投資家への転嫁、信用損失吸収、閾値効果(注1)や流動性変換(注2)を軽減するための政策提言を行っている。
- IMFによれば、金融レバレッジ、流動性リスク、相互関連性の3つの観点で脆弱性を評価すると、投資ファンド(MMFとヘッジファンドを除く)は流動性リスク及び相互関連性が高いと評価。流動性リスクについては、特に流動性の低い新興市場や高利回り資産を保有する債券ファンドが高く、相互関連性については特にクロスボーダーの波及効果、デリバティブエクスポージャーに関する銀行との潜在的な関連性を指摘。中央清算機関(CCP)も流動性リスク、相互関連性が高いと評価されているが、流動性リスクについてはリスク管理体制がとられていると評価。(例えば、適格CCPは規制当局によって監督されている)

注1: 例えば、MMFの流動資産が規制上の閾値を下回った場合にかかる償還手数料を回避するため、流動資産の減少を契機に投資家が先駆けて償還

注2: 市場流動性の低い資産に投資する一方で、投資家に対しては要求に応じ引出し可能とし、高い換金性を提供

ノンバンクセクターに対する国際的なモニタリング・取り組み

	重点項目	主要施策	担当組織
1	銀行とノンバンクセクターとの間の波及	バーゼル規制(銀行のファンドへのエクイティ投資エクスポージャーの計測・管理等)ステップ・イン・リスクの識別・管理	BCBS
2	取付騒ぎに対するMMFの脆弱性	MMFのレジリエンスを拡張、MMFへの政策提言	FSB、IOSCO
3	透明性、証券化に関連するインセンティブ調整	証券化に対するインセンティブ調整、証券化のフレームワークの見直し証券化の識別のためのクライテリア	BCBS、IOSCO
4	再循環性と証券金融取引に関連する金融安定リスク	銀行システム外でのレバレッジを制限するため、CCPで集中清算されない証券金融取引におけるヘアカット(担保資産への割引)の規制、有価証券貸付とレポ取引におけるシャドーバンキングリスク対応	FSB
5	その他のノンバンク金融機関・活動によるシステムリスク	シャドーバンキングの規制強化、資産管理活動の構造的脆弱性への対処、集団投資スキームの流動性リスク管理	FSB、IOSCO

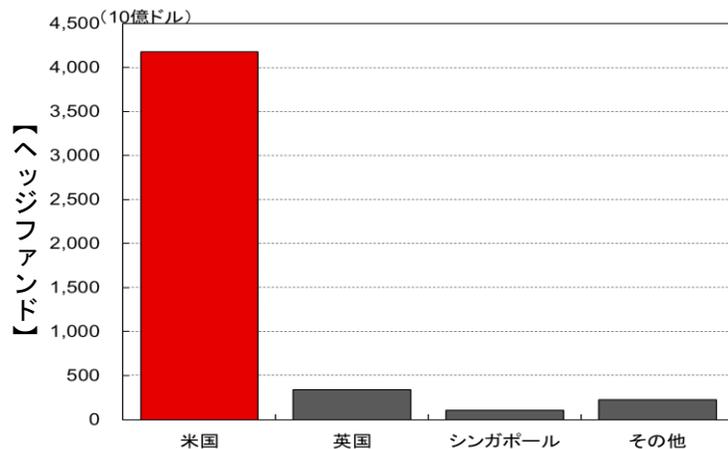
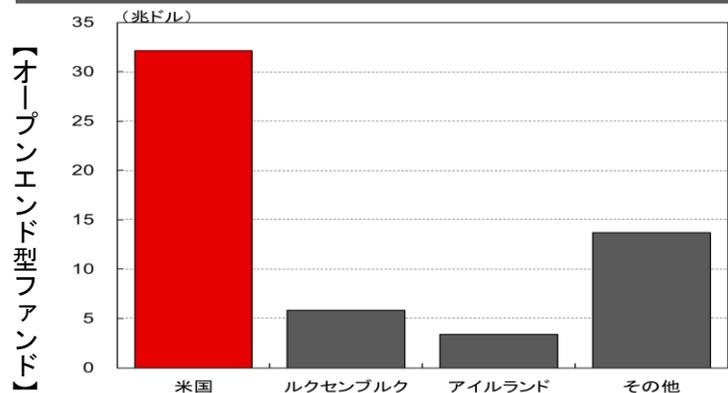
主要ノンバンクセクターの脆弱性評価

	セクター	金融レバレッジ	流動性リスク	相互関連性
1	投資ファンド	低	高	高
2	保険会社	低	低	中
3	年金ファンド	低	低	評価不能
4	MMF	N/A	低	高
5	SFV	中/高	中	中
6	ヘッジファンド	中/高	中	中/高
7	中央清算機関	N/A	高	高

1. ノンバンク概観 (4) 投資ファンドの規模は米国が最大

- 投資ファンド業界では、米国が圧倒的シェアを占めている。IOSCOの投資ファンド分析によれば、2021年のオープンエンド型ファンド、ヘッジファンドは資産規模で米国が最大。また、クローズドエンド型についても、プライベートファイナンスのシェアは北米が54%と最大(P8にて後述)。
- 米国の金融仲介セクターを概観すると、オープンエンド型ファンドは金融セクターの23%を占める規模となっており、預金取扱機関の20%、年金ファンドの21%よりも大きい。
- FSOC(金融安定監督評議会)は2020年の市場混乱を受け、2021年、NBFのうちヘッジファンド、MMFを含むオープンエンド型ファンドのリスクを評価し、対処することを優先課題とした。また、近年クローズドエンド型も含む投資ファンドの規制を強化してきている(P12にて後述)

投資ファンドにおける米国のシェア (2021年)



米国の金融仲介セクター概観(2022年)

	総資産(10億ドル)	シェア(%)
通貨当局	7,484	6
預金取扱機関	25,594	20
年金ファンド	26,308	21
保険会社	11,867	9
オープンエンド型ファンド	29,285	23
クローズドエンド型ファンド	252	0
政府支援機関(GSE)	9,224	7
GSEモーゲージ証券	2,688	2
資産担保証券	1,464	1
その他	14,662	12
金融セクター合計	127,120	100

(注)その他は、REIT,ブローカーディーラー、ホールディングカンパニー等。ヘッジファンドは含まれていない。

四捨五入及び一部推計の関係で総資産及びシェアの合計は合致しない。

(資料) OFR[2023a]より国際通貨研究所作成

(資料) IOSCO[2023a]より国際通貨研究所作成

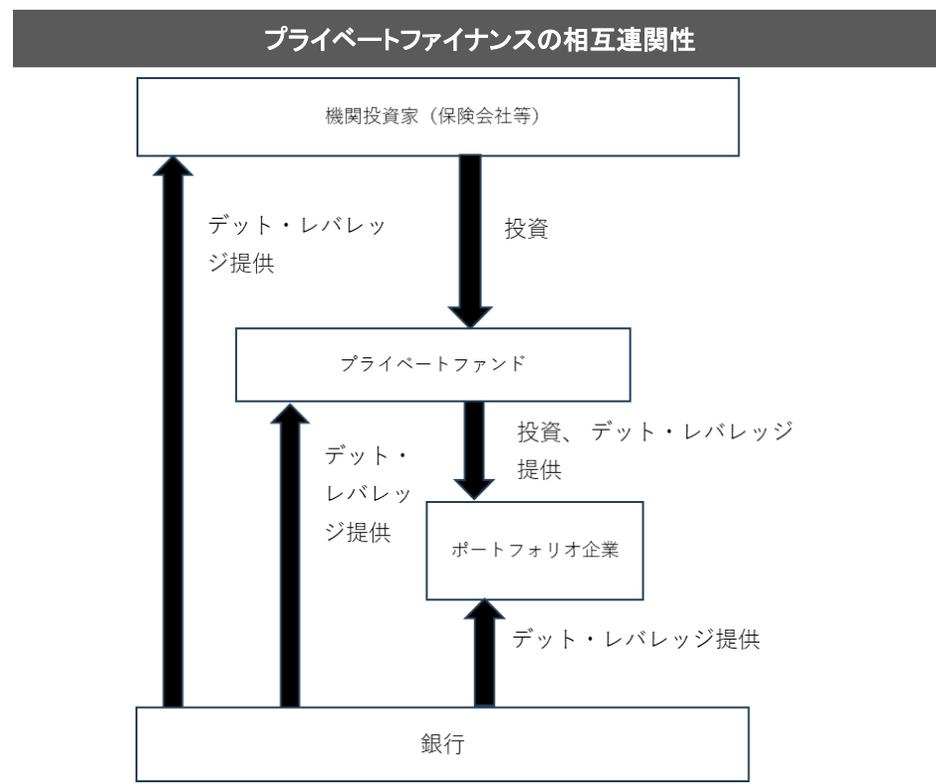
1. ノンバンク概観 (5) 近年プライベートファンドによる資金提供が拡大

- FSBによれば、プライベートファイナンス(注)はこの4年間で2倍に拡大、2022年末でグローバルベースで運用資産残高が10兆ドル、うち54%が北米と推計。NBFの総資産5%程度に留まるが、より高い利回りを求めて機関投資家がプライベートファンドを通じた投資を拡大、今後の展開に注視が必要。
- PEファンドの投資先は非公開又は流動性の低い資産や、債務、実物資産。また通常、クローズドエンド型投資でファンドの運用期間中一定期間解約を制限する「ロックアップ期間」があるものの、投資家が出資のコミットメントを実現しないことによりドライパウダー(コミットメントから引き出されていない待機資金)を起点とするファンドの流動性不足が発生する可能性がある。
- また、銀行はクレジットラインやポートフォリオ資産を担保とするNAV融資によってファンドに対しデットを提供。このように、プライベートファンドを通じたセクター間の相互関連性は増加しており、ファンドの流動性とレバレッジリスクの脆弱性が金融システムにもたらすリスクが指摘されている。

(注) プライベートエクイティ(PE)、プライベートクレジット、実物資産への投資を指し、投資ファンドの中でもプライベートファンドが資金提供

プライベートファイナンスの地域別シェア(2022年末)	
	運用資産残高のシェア(%)
北米	54.4
アジア	24.1
英国	9.7
ユーロ圏	5.3
その他	6.6

北米における運用資産残高の内訳(2022年末)	
	運用資産残高のシェア(%)
プライベートエクイティ	53.3
ベンチャー&グロースキャピタル	21.7
プライベートクレジット	14.4
実物資産	10.6



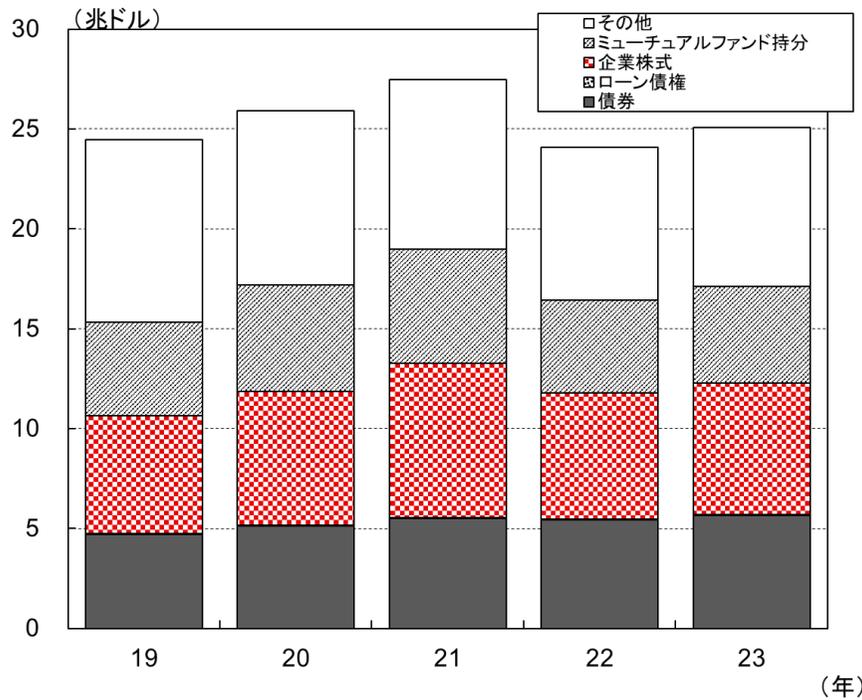
(注) プライベートエクイティにはベンチャー投資とレバレッジバイアウト戦略を含む
 (資料) FSB[2023b]より国際通貨研究所作成

(資料) IOSCO[2023b]等より国際通貨研究所作成

2. 米国の主要ノンバンクセクター概観 (1) 年金ファンド及び生命保険会社

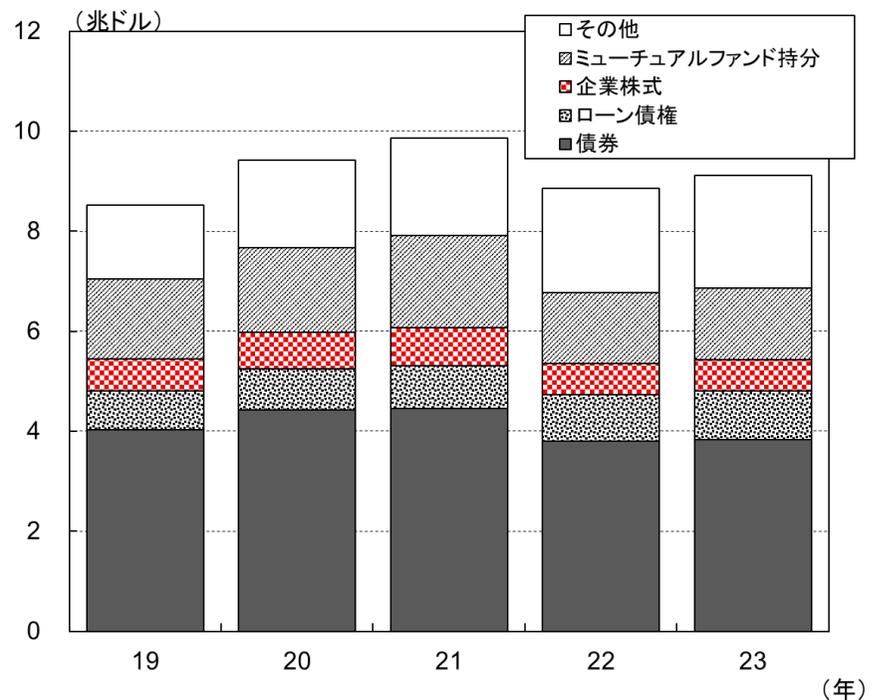
- 米国の資金循環統計によると、2023年第3四半期の年金ファンドの資産規模は25兆ドル。内訳は、債券22%、企業株式26%、ミューチュアルファンド持分19%、ローン債権0.1%。債券の内、米国債が65%、企業・外国債が26%。2021年末のデータでは、米国のプライベートクレジットファンドの31%を年金ファンドが保有(3,070億ドル、年金ファンド資産の1%相当)。
- 2023年第3四半期の生命保険会社の資産規模は9兆ドル。内訳は、債券42%、ローン債権10%、企業株式7%、ミューチュアルファンド持分16%。債券の83%が企業・外国債。IMFによれば、保険会社は、PEファームが管理するオルタナティブ投資への投資を増やしており、資産評価の不確実性、信用リスク、流動性リスクが指摘されている。FSOCはFIO(連邦保険局)とNAIC(全米保険監督長官協会)に対してリスク評価及び監督強化を促している。

年金ファンドの資産内訳推移



(注)2023年は第3四半期末のデータ
(資料)FRB[2023c]より作成

生命保険会社の資産内訳推移

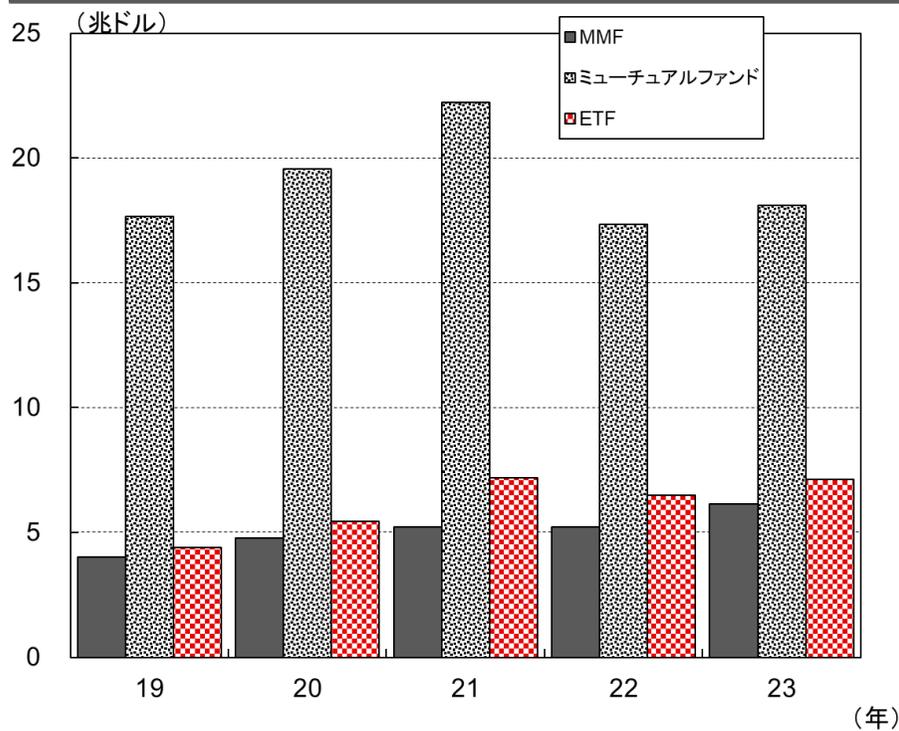


(注)2023年は第3四半期末のデータ
(資料)FRB[2023c]より作成

2. 米国の主要ノンバンクセクター概観 (2) オープンエンド型ファンド

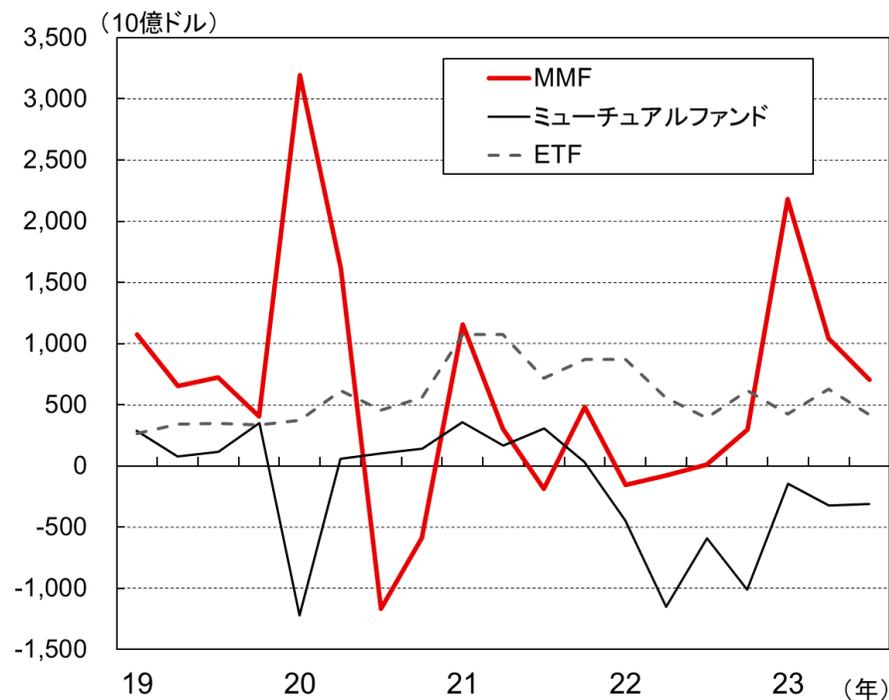
- オープンエンド型ファンドの動向をみると、2023年第3四半期はミューチュアルファンドが18兆ドルと最大。OFRによれば、この30年では米国金融セクターにおける銀行与信の割合が低下する一方、ミューチュアルファンドに資金調達がシフト。
- MMFは純資産総額が安定した商品性から銀行預金代替とみなされ、多くの投資家が資金管理ツールとして利用。ETFは、原証券を購入するより安価に多様なポートフォリオ形成が可能、日中取引が可能で人気となり、中にはレバレッジを利用したり、閑散市場をターゲットとした複雑なETFも増加。
- 2020年3月の市場混乱、2023年3月の地銀危機時には、MMFへの資金流入が急増。2022年3月以降FRBの利上げにより、ミューチュアルファンドの流出が続き、2023年以降は利上げ打ち止め観測からミューチュアルファンドの資金流出に歯止め。市場にストレスがかかった場合のオープンエンド型ファンドのレジリエンスの強化が必要。

オープンエンド型ファンドの残高推移



(注)2023年は第3四半期末のデータ。ミューチュアルファンドはオープンエンド型のみ
(資料)FRB[2023c]より国際通貨研究所作成

オープンエンド型ファンドの資金流入

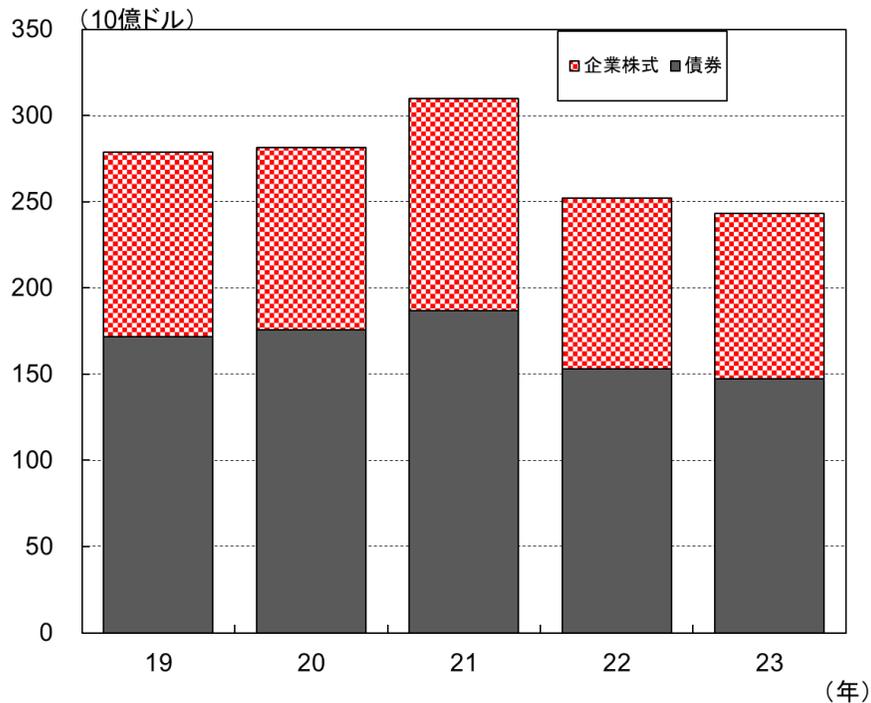


(注)四半期毎データ、2023年は第3四半期まで。ミューチュアルファンドはオープンエンド型のみ
(資料)FRB[2023c]より国際通貨研究所作成

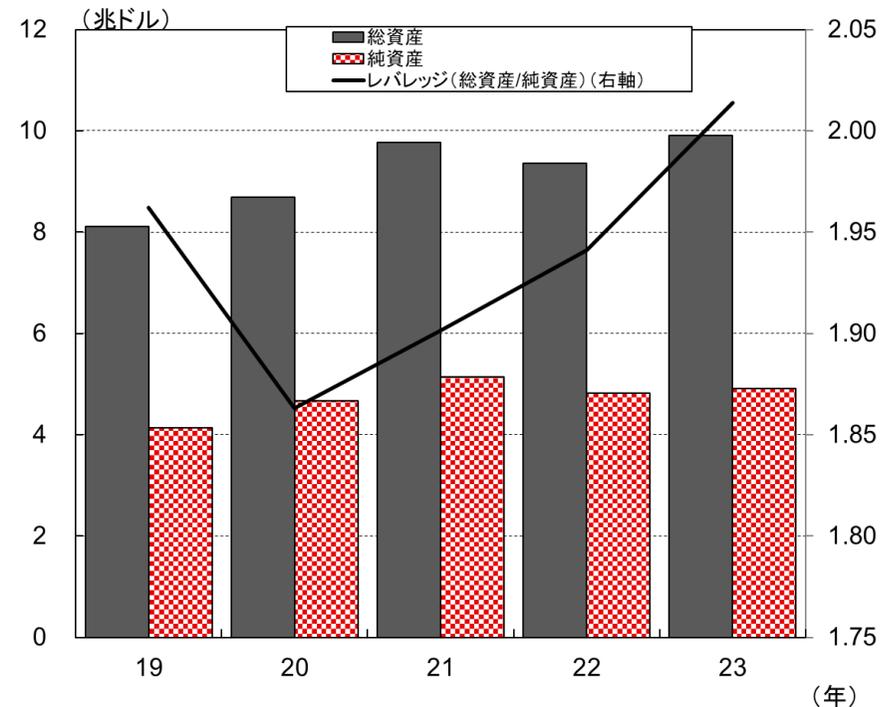
2. 米国の主要ノンバンクセクター概観 (3)クローズドエンド型及びヘッジファンド

- クローズドエンド型ファンドの2023年第3四半期の資産は2,430億ドルと、オープンエンド型ファンドの1%の規模であるが、レバレッジドファイナンス市場での存在感が増している。OFRによれば、2022年の企業債務の31%(4.7兆ドル)が、レバレッジドローン、ハイイールド債等のレバレッジドファイナンスであり、このうちレバレッジドローンを提供するプライベートデット(プライベートファンドとBDC)は1.3兆ドルと銀行のシンジケートローンの1.4兆ドルに迫る規模。
- ヘッジファンドの規模は、2023年第3四半期で約10兆ドル。ヘッジファンドは全体で見ればレバレッジは2倍程度だが、戦略によってばらつきがあり、5~6倍のレバレッジをとるものもある。G-SIBsが米国のヘッジファンドへの全融資の83%を占めている。何らかのイベント等を契機にこれらの銀行のいずれかが信用供与を削減すると、急激なレバレッジ解消、ひいては投げ売りが引き起こされる可能性あり。

クローズドエンド型ファンドの残高推移



ヘッジファンドの資産およびレバレッジ推移



(注)2023年は第3四半期末のデータ

(資料)FRB[2023c]より国際通貨研究所作成

(注)2023年は第2四半期のデータ

(資料) Private Fund Statisticsより国際通貨研究所作成

3. 米国でファンド規制が強化、プライベートファンドの規制強化の動きも

- ファンド及びその投資アドバイザーはプライベートファンドの要件を満たす場合等の一定の例外を除きSEC（証券取引委員会）に登録が必要であり、資金募集に関しても届出が必要。
- 2020年の市場混乱を受け、2021年、FSOCは米国の金融システムの重要な脆弱性に関する3つの優先分野として、①NBFI、②気候関連金融リスク、③トレジャリーマーケットのレジリエンスを列挙。2022年以降、SECはオープンエンド型ファンドやMMFの流動性リスク規制、ヘッジファンド等プライベートファンドの開示規制強化を実施。但し、ファンド規制には投資家のコスト負担増になるとして反対も根強い。
- また、FSOCは、オフィス用不動産の価格下落で困難が生じている商業用不動産（CRE）ローンの監視強化、銀行のNBFIへのエクスポージャーについてもモニタリング強化を提言。CRE市場には、銀行、保険会社、REIT、プライベートレンダーなどのプレイヤーが存在。これらがローンの直接の貸し手、CMBS（商業不動産担保証券）や不動産の投資家、CRE投資家への貸し手等、複数の立場として同時にCREにエクスポージャーを持つ場合、相互連関性により金融システムへのストレスが増す可能性がある」と指摘。

ファンドの仕組みと規制の概要			
	投資アドバイザー (PEファーム等)	ファンド	ファンドの資金募集
法令	1940年投資顧問法	1940年投資会社法	1933年証券法
内容	<ul style="list-style-type: none"> ・投資顧問業を営む企業に対し、一部例外を除き、SECへの登録、投資家保護の規制を義務付け ・SEC登録の例外 <ul style="list-style-type: none"> ①米国で運用資産が1億5,000万ドル未満のプライベートファンドのみ対象とする投資顧問業者 ②VCファンドのみ対象とする投資顧問業者 ・詐欺防止など一部規定はSEC登録外の企業にも適用 	<ul style="list-style-type: none"> ・投資会社に対し、SECへの登録、投資家に対して財務状況や投資方針などの情報を開示することを義務付け ・以下どれか条件を満たすプライベートファンドは投資会社の定義外（SECの登録・規制外） <ul style="list-style-type: none"> ①受益者が100人以下 ②特定の財務基準を満たす適格購入者からのみ投資 ③適格なVCファンド（資金1千万ドル以下、受益者250人以下） 	<ul style="list-style-type: none"> ・原則、企業に募集する証券に関する登録届出書の提出を義務付け ・プライベートファンドは登録免除となる募集（免除募集）で募集 <ul style="list-style-type: none"> ①（一般的勧誘不可）購入者は認定投資家（accredited investor）乃至35までの非認定投資家 ②（一般的勧誘可）認定投資家（accredited investor）に限定

最近のファンド規制強化の動き	
	概要
2022年10月	SECが、ミューチュアルファンド及びETFに対し報告書の充実、手数料の透明性向上を義務付け
2023年5月	SECが、プライベートファンドの報告義務を強化（リスク事象や自社の戦略、借入の追加情報等）
2023年7月	SECが、MMF規制を厳格化。流動性要件を強化
2023年8月	SECが、プライベートファンドの登録アドバイザーに対し手数料や経費等の投資家への開示を義務付け
2023年10月	SECが、ヘッジファンドなど機関投資家に株式の空売りに関する報告を義務付け
2023年11月	FSOCがノンバンクに対する監視を強化。ノンバンクのSIFI（金融システム上重要な金融機関）指定についてのガイドライン策定
2024年2月	SECとCFTC（証券先物取引委員会）が、大手ヘッジファンドアドバイザーの報告義務を強化（投資エクスポージャーや借入等）

（資料）SEC資料より国際通貨研究所作成。1934年証券取引法（SECの権限を規定）の適用も受ける

（資料）SEC資料より国際通貨研究所作成

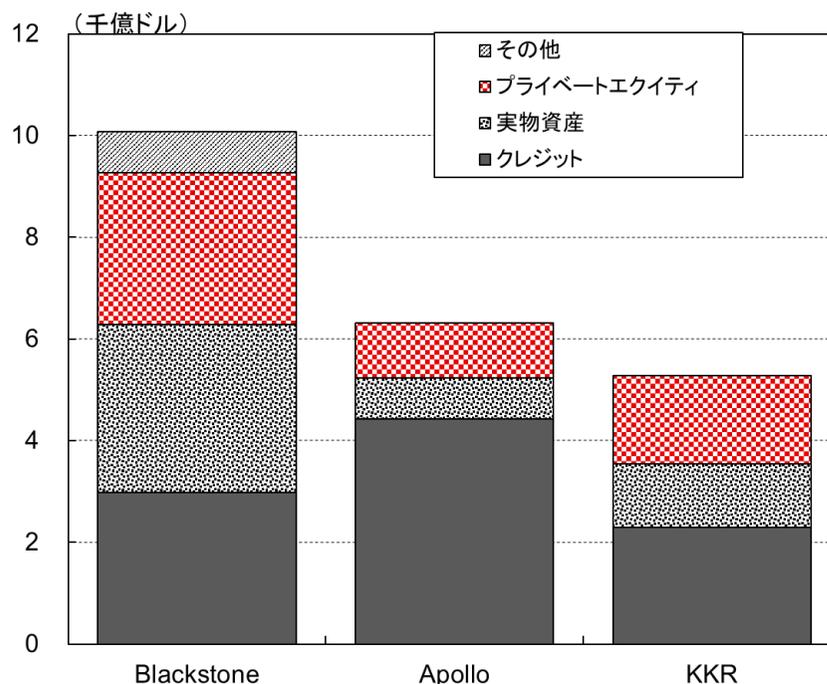
4. 米国のプライベートファンドの動向(1) 大手PEファームはクレジット戦略を拡大

- 主要なプライベートファンドにPEファンドがある。PEは、未公開のビジネス、事業ベンチャー、ファンド（ローンファンドなど）、またはその他の資産に投資するためのリスクをとる資本を指す。PEファームは、通常PEファンドを通じて投資する。PEファームはジェネラル・パートナーとして、PEファンドの資金調達や投資の管理を行い、手数料を受領し、投資家への最低リターン（ハードルレート）を超過した場合、キャリドインタレストとしてリターンの一定割合も受領。機関投資家や個人富裕層がリミテッド・パートナーとして一定期間（通常3-5年）資本提供を約束し、ファンドにおける権益を受領。
- PEファームの主要戦略は、伝統的なPE戦略であるベンチャー、グロース、バイアウトの他、メザニン、インフラ、自然資源、不動産、プライベートデットといったものがある。大手PEファーム3社のIR資料によれば、収益拡大のため各社とも戦略を多角化しており、2023年9月末の運用資産残高をみると、各社とも3割以上はクレジット（企業融資、資産担保金融など）に投資。
- 企業融資等のプライベートデットについては高い利回りを求める機関投資家の需要が高まる一方、借り手側にとっては銀行融資や公募調達より迅速で柔軟性のある資金調達が可能で、調達に際しての開示要件も限定的という魅力有。

PEファームの代表的な投資戦略

	戦略	概要
伝統的なPE戦略	ベンチャーキャピタル	VC ファンドは、通常、テクノロジー、バイオテクノロジー、ヘルスケアなどの高成長分野の新興企業の株式に投資。VC投資は対象企業の発展段階に応じて分類。（初期段階、後期段階）
	グロースキャピタル	成熟した企業または比較的成熟した企業を拡大または再構築するための投資
	LBO（レバレッジバイアウト）	LBO ファンドは通常、負債と株式による資金調達を利用して企業を買収するか、少なくとも経営権を獲得。通常、買収総額の85%に相当する負債（超過する場合もあり）は中間持株会社から借入し、被買収企業からのキャッシュフローで返済。
	メザニン	債券やローンを通じて企業に投資。資本構造上、より高い収益を得る機会を提供するが、株式ほどではない。
	インフラ	公共事業
	自然資源	実物資産
	不動産	土地開発
	プライベートデット	企業融資等

大手PEファームの運用資産残高(2023年9月末)



(注) BlackstoneのReal assetsは不動産で、その他はヘッジファンド

(資料) 各社IR資料、HPより国際通貨研究所作成

4. 米国のプライベートファンドの動向(2)プライベートクレジットの動向

- FSBによれば、米国でのプライベートクレジットの主体はプライベートクレジットファンドとBDC。前者の資産残高は約1兆ドル(ドライパウダーは2,280億ドル、2021年末)、後者は約2,670億ドル(2022年9月末)。BDCは中小・新興企業向け投資を主としており、資産の70%をプライベートカンパニーに投資する必要がある一方、優遇税制の適用が可能。
- 近年アセットマネージャーは直接融資のプラットフォームとして非上場のBDCを増加。大手PEファームのBlackstoneやApolloは、perpetual capital(無期限で、通常の業務過程で償還請求を通じて投資家に資本を返還する必要のない資本)の投資戦略の一部でBDCを活用。
- 大手PEファームのBDCをみると、投資ポートフォリオでは第1順位(First lien debt)の投資割合が最大なのは共通だが、各社特色あり、KKRではアセットファイナンス(ABF)やジョイントベンチャー(JV)の投資も多い。Blackstoneでは投資先の一部に大企業の有価証券を組み込むことで、流動性を担保し資金管理に活用。

プライベートクレジットの組成主体

	プライベートクレジット ファンド	BDC
概要	・プライベートビジネス に対してローンの組成 乃至投資	・中小・新興企業向け投資 が目的。規制投資会社 (RIC)の指定で、優遇税制 が適用 ・上場、非上場(Non- traded)あり。非上場の場 合、5%を上限として四半 期毎の償還が可能
投資先	・低格付乃至格付がな い先へ投資	・資産の70%以上を米国 のプライベートカンパニー (中小企業)に投資要
調達関 連	・機関投資家や個人富 裕層から資金調達 ・銀行の融資枠を利用 する場合もあり ・大部分のプライベート クレジットファンドはレ バレッジが低い	・レバレッジ規制として、資 産カバー要求は原則 200%(一部要件では 150%) ・銀行の融資枠を利用する 場合もあり

大手PEファームのBDCの例(2023年9月末)

	Blackstone		Apollo	KKR
BDC名 (上場/非上場)	Blackstone Secured Lending Fund(上場)	Blackstone Private Credit Fund(非上場)	Apollo Debt Solutions BDC (非上場)	FS KKR Capital Corp. (上場)
投資開始	2018年	2021年	2022年	2009年
資産規模	98億ドル	517億ドル	58億ドル	154億ドル
投資戦略	総資産の80%は 担保付債券に投 資	総資産の80% はプライベートク レジット(ローン、 債券、その他商 品)に投資	総資産の80% は様々な満期の 債券(多くは投資 適格外)に投資	EBITDAが5千万~1.5 億ドルのプライベート企 業の債券投資が中心
投資ポートフォ リオ	第1順位98.4% 第2順位0.43% エクイティ1.17%	第1順位89.4% 第2順位3.68% SF投資0.81% JV投資4.44% エクイティ1.67%	第1順位99.1% 第2順位0.6% その他 0.3%	第1順位59.8% 第2順位7.5% その他シニア担保0.9% 劣後債2.0% ABF 11.8% JV 9.6% エクイティその他8.4%

(資料)FRB[2023a]より国際通貨研究所作成

(注)SF:ストラクチャードファイナンス JV:ジョイントベンチャー、ABF:アセットファイナンス

(資料)各社IR資料等より国際通貨研究所作成

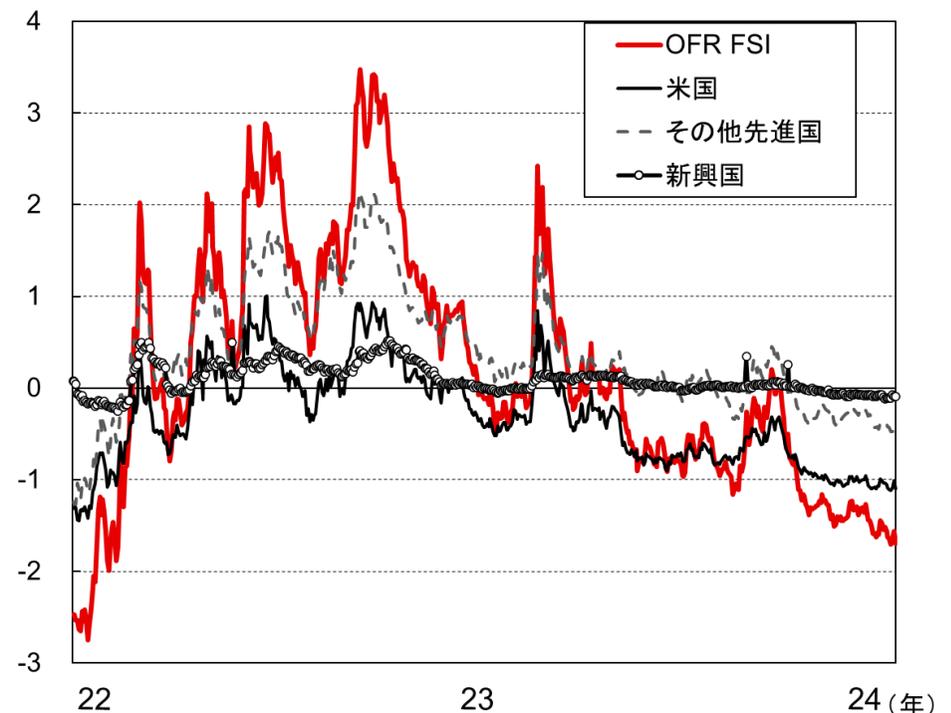
4. 米国のプライベートファンドの動向(3)プライベートクレジットのリスク

- FRBによれば大部分のプライベートクレジットファンドはロックアップ期間5-10年のクローズドエンド型で、レバレッジが低く、機関投資家や個人富裕層が主な投資家である。そのため、ファンド自身の流動性・レバレッジリスクが低く、金融安定に及ぼす影響は限定的とされている。BDCもクローズドエンド型ファンドの一種であり、レバレッジ規制が存在。
- 他方、ファンドとの取引を通じた相互連関性(P8参照)により金融システムに流動性やレバレッジのリスクが生じうる。銀行はクレジットラインやNAV融資によってファンドに対し流動性を提供し、投資家はファンドに直接投資する以外に、証券化されたレバレッジドローンを購入する場合もある。
- プライベートクレジットファンドの融資形態や条件、借り手の特徴やポートフォリオのデフォルトリスクに関するデータは不足。大幅な景気悪化や信用リスクに大きな変化が起きた場合、ポートフォリオの劣化に対して適切に対処できないリスクあり。2023年半ば以降、米国のマーケットストレスは低下傾向でリスク資産への投資には追い風だが、今後の動きには留意が必要。

米国におけるプライベートクレジットファンド資産の所有割合(2021年末時点)

	金額	割合
年金ファンド	3,070 億ドル	31%
プライベートファンド	1,360 億ドル	14%
保険会社	920億ドル	9%
個人投資家	920億ドル	9%
その他(ソブリン・ウェルス・ファンド、非営利法人等)	3,660億ドル	37%

グローバルな金融市場のストレス状況



(資料)FRB[2023a]より国際通貨研究所作成

(注) FSI(金融ストレス指数)ストレスレベルが平均以上であれば正、平均を下回れば負の値をとる

(資料)OFR資料より国際通貨研究所作成

5. 総括

- グローバルベースでは、投資ファンドがNBFの成長を牽引、NBFがグローバル金融システムの47%を占め、金融システムにおけるプレゼンスが拡大。NBFの拡大が続く中、2020年3月の市場混乱以降、NBFの脆弱性が顕在化、特に投資ファンドの流動性リスク、相互関連性に留意が必要。また、NBFの総資産の5%程度の規模だが、近年プライベートファンドによる資金提供が4年間で2倍に拡大している点も注目。
- 投資ファンドとの取引を通じ、金融システム内での銀行及び機関投資家を中心としたNBFとの相互関連性は高まっており、これらを通じた流動性・レバレッジのリスクには留意が必要。
- 投資ファンドの規模が最大である米国においては、2020年3月の市場混乱等を受け、近年ファンド規制が強化され、MMF、オープンエンド型ファンドの流動性規制やヘッジファンド等プライベートファンドの規制が強化されている。特に2023年以降、プライベートファンド規制強化の動きがあるが、反対意見も根強く、今後の規制動向は要注視。
- また、ファンドを通じた相互関連性の高まりを受け、FSOCは保険会社や銀行が抱えるエクスポージャーのモニタリング強化を提言しているところ。
- 2023年3月の銀行危機の影響で銀行が資金を引き揚げたことにより、プライベートデット(企業融資)の出し手としてのPEファームの存在感が増加、大手PEファームは近年クレジット戦略を拡大、2023年9月末の運用資産残高では各社とも3割以上は企業融資や資産担保金融などに投資。近年BDCを使って企業融資を増やす動きがみられ、BlackstoneやApolloではperpetual capitalの投資戦略としてBDCを活用。
- プライベートクレジットは、クローズドエンド型ファンドで、主な投資家は機関投資家であり、レバレッジも低いことから、流動性・レバレッジリスクは総じて低いと評価。今後も、資金調達のし易さや高いリターンを背景にプレゼンスが徐々に拡大する可能性。他方で、融資の形態や条件、借り手の特徴やポートフォリオのデフォルトリスクに関するデータ不足が指摘される。
- 現状プライベートクレジットの規模は金融システム全体の規模からすると小さく、平時においてはプライベートクレジットで問題が起きたとしても、個別の事象に留まると考えられる。もっとも、大幅な景気悪化や信用リスク拡大が起きた場合、ポートフォリオの劣化に対して適切に対処できず、経営不安が生じるリスク及びそこから金融システムに波及するリスクは一定程度存在すると考えられる。

主要參考資料(1)

- BIS[2021a], BIS Quarterly Review, International banking and financial market developments, December 2021
- FRB[2022a], Finance and Economics Discussion Series 2022-012, Money Market Fund Vulnerabilities: A Global Perspective
- FRB[2023a], Financial Stability Report, May 2023
- FRB[2023b], Financial Stability Report, October 2023
- FRB[2023c], Z.1 Financial Accounts of the United States, Third Quarter 2023
- FSB[2020a], Holistic Review of the March Market Turmoil, 17 November 2020
- FSB[2021a], Policy Proposals to Enhance Money Market Fund Resilience, Final report, 11 October 2021
- FSB[2022a], Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2022, 20 December 2022
- FSB[2023a], The Financial Stability Implications of Leverage in Non-Bank Financial Intermediation, 6 September 2023
- FSB[2023b], Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2023, 18 December 2023
- FSOC[2022a], 2022 Annual Report
- FSOC[2022b], Financial Stability Oversight Council Statement on Nonbank Financial Intermediation, February 4, 2022

主要参考資料(2)

- FSOC[2023a], 2023 Annual Report
- IMF[2022a], Global Financial Stability Report , Shockwaves from the War in Ukraine Test the Financial System's Resilience 2022 APR
- IMF[2023a], Global Financial Stability Report , Safeguarding Financial Stability amid High Inflation and Geopolitical Risks 2023 APR
- IMF[2023b], Global Financial Stability Report , Financial and Climate Policies for a High-Interest-Rate Era 2023 OCT
- IOSCO[2023a], IOSCO Investment Funds Statistics Report, JANUARY 2023
- IOSCO[2023b], Thematic Analysis: Emerging Risks in Private Finance Final Report, September 2023
- McKinsey Company[2022a], McKinsey Global Private Markets Review 2022, March 2022
- NAIC[2021a], Private Equity, Apr2021
- OFR[2021a], OFR Annual report 2021, November 2021
- OFR[2023a], OFR Annual report 2023, December 2023
- SEC[2024a], Private Funds Statistics, Second Calendar Quarter 2023 January 9, 2024
- S&P Global[2023a], Credit Trends: Business Development Companies' Assets Provide A Glimpse Into The Private Credit Market, October 2023
- 日本銀行[2022a], 日銀レビュー「ファンド向けファイナンスの概要とリスクについて」, 2022年10月

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、宜しくお願ひ申し上げます。

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おります。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 2024 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

Telephone: 81-3-3510-0882, Facsimile: 81-3-3273-8051

〒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

電話 : 03-3510-0882 (代)

e-mail: admin@iima.or.jp

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