

プライベートクレジットファンドの拡大と多様化について

金融機構局 岩村由子、古賀聖奈、神保真宏、樋口智紀*

Bank of Japan Review

2026 年 9 月

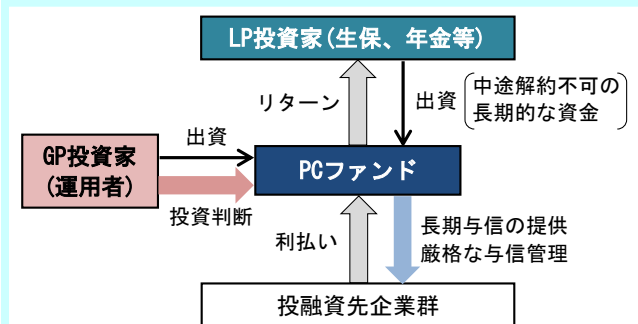
米国を中心にプライベートクレジット（PC）ファンド市場が拡大している。PC ファンドでは、機関投資家から長期的な資金を調達し、主に信用力の低い中堅・中小企業等を対象に厳格な与信管理のもとで直接融資を行う戦略が中核とされてきた。もっとも、近年は、資金流入が続く中で、企業向け融資を行うファンド間での競争激化と、それに伴う一部の融資条件の変化が指摘されている。加えて、投資対象やファンド設計が多様化し、特定資産のキャッシュフローを裏付けとする ABF ファンドや、個人投資家向けのセミリキッド型ファンドが増加するなど、一部 PC ファンドでのリスク特性の変化が窺われる。わが国においても、金融機関や機関投資家が、投融資を通じて PC ファンドとの関連性を高めてきていることから、こうしたリスク特性の変化にも留意しつつ、PC ファンドの運用実態と信用動向を注視していくことが重要である。

はじめに

プライベートファンドは、投資家から私募形式で資金を募って運用するファンドのことであり、なかでも、近年はプライベートクレジット（PC）ファンドの拡大が注目されている。PC ファンドは、統一された定義はない¹ものの、主に信用力の低い中堅・中小企業等を対象に直接融資を行うファンドのことを指し、米国を中心に、世界金融危機後の低金利環境下での運用ニーズの高まりや、銀行に対する金融規制の強化を背景に、その運用資産残高（AUM）を大きく拡大させてきた²。

多くの PC ファンドは、長期の資産運用にかかるリスク許容度が高いとされる機関投資家から、中途解約を制限したクローズドエンド型で資金を調達し、融資先に長期与信を提供している。相対的にリスクの高い中堅・中小企業を融資先とすることで利回りを高めつつ、厳格な融資条件やコベナントで与信管理を行うとされ、こうした PC ファンドの構造は、これまで、流動性リスクや信用リスクを抑制してきたとみられる（図表 1）。もっとも、近年は、資金流入が続く中で、PC ファンド間の融資競争の激化や、ファンドの戦略や形態の多様化がみられ、一部 PC ファンドにおいてリスク特性の変化が窺われる。

【図表 1】PC ファンドの構造



（注）GP（General Partners、無限責任組合理）投資家は、PC ファンドの運営や投資判断を担うファンド運営会社。LP 投資家（Limited Partners、有限責任組合理）は、ファンドに出資を行う機関投資家。

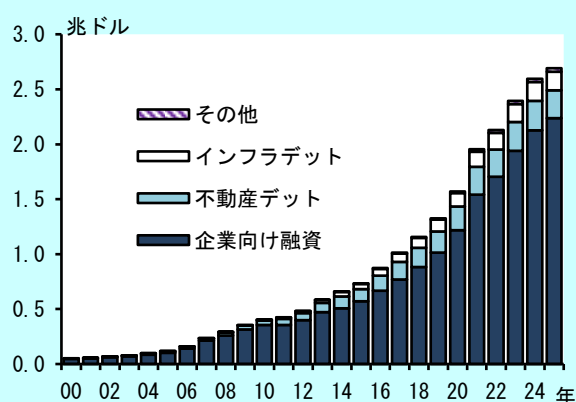
（出所）日本銀行

本稿では、こうした PC 市場の構造変化に焦点を当て、金融システムの安定性への含意を考察する。具体的には、PC の中核的な戦略である、企業向け融資を行うファンドの動向を確認しつつ、競争環境や融資条件が変化している可能性を確認する。加えて、投資対象や投資家層・ファンド設計の多様化の状況を整理し、近年の特徴とリスク特性の変化について紹介する。また、昨今増加している海外当局の発信等も踏まえ、金融システムの安定性における論点を整理する。

ダイレクト・レンディングを中心とした 企業向け融資ファンドの動向

PC ファンドは、狭義には企業向け融資を行うファンドを指すことが多いが、より広義に、企業以外への与信、すなわち不動産・インフラ向け融資や ABF (Asset Based Finance、後述) 等を行うファンドを含むことがある。広義の PC 市場において、こうした企業以外への与信を戦略とするファンドの資産規模は拡大しているものの、引き続き市場の中核を成すのは企業向け融資ファンドである (図表 2)。

【図表 2】投資戦略別にみた PC ファンドの AUM



(注) BDC (Business Development Company) を含む。ABF は含まない。

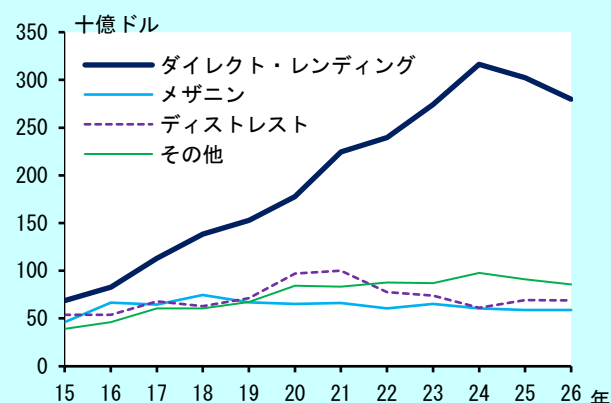
(出所) Preqin, S&P Global Market Intelligence

企業向け融資ファンドの中でも、中堅・中小企業向けのシニアローンを提供するダイレクト・レンディング戦略は、PC の代表的な戦略としてその市場拡大を牽引してきた。同戦略は、前述の通り、融資基準を厳しく設けることで与信リスクの管理を行ってきたが、一部では、投資家からの資金流入が続いたことで、競争環境や融資条件が変化している可能性がある。

同戦略においては、急速な資金流入を背景に大幅に増加したドライパウダー (投資家が資金拠出を確約したものの、未だ融資案件に振り向けられていない待機資金) が積みあがったままの状態にある (図表 3)。同時に、融資スプレッドは縮小傾向にあるほか、資金調達の際に契約書に記載される債務者側の義務や制限などの特約条項であるコベナントも、条項の数が減少するなど、緩和傾向が確認される (図表 4、5)。こうした動きは、企業の借入需要に対してファンドの融資余力が

過大となることで、ファンド間で融資案件獲得のための競争が激化していることや、貸し手側であるファンドに対して借り手側企業の交渉力が以前に比べて強まり、同戦略の厳格な与信基準が一部で緩和されつつあることを示唆している。ファンド運営会社の数が増加し続けている一方で、ファンドレイズに占める大型ファンドの割合は拡大傾向にあることから、特に、中堅・中小ファンド間でより一層競争が高まっていることが窺われる (図表 6)。

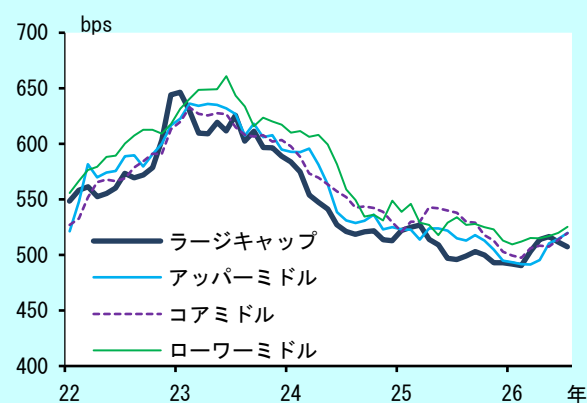
【図表 3】PC ファンドのドライパウダー



(注) 26 年は 6 月時点。

(出所) Preqin

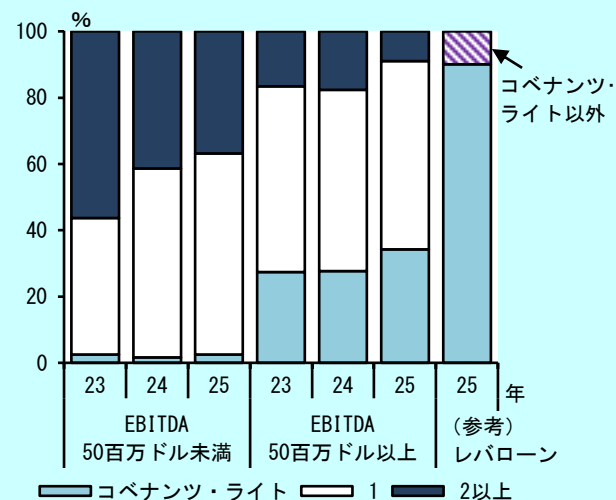
【図表 4】ダイレクト・レンディングの
融資スプレッド



(注) 第一担保権融資が対象。後方 3 か月移動平均。直近は 26/7 月。ラージキャップは EBITDA が 1 億ドル以上、アッパーミドルは 50 百万～1 億ドル、コアミドルは 20 百万～50 百万ドル、ローワーミドルは 20 百万ドル未満の企業。

(出所) KBRA

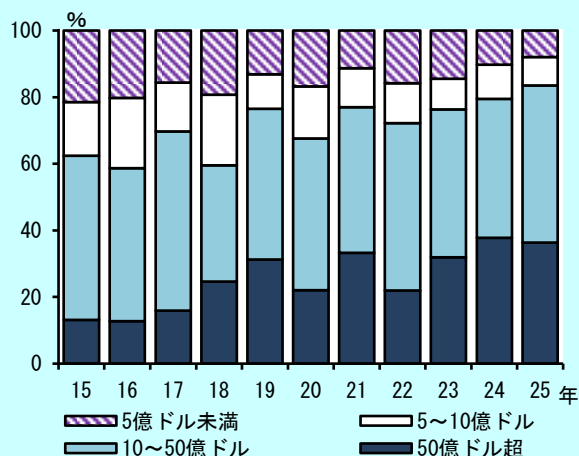
【図表 5】ダイレクト・レンディングの
コベナント条項の状況



(注) ダイレクト・レンディングの案件に付されたコベナントの条項の数による分類。コベナント・ライトは、コベナントを緩めた融資契約。対象は、新規ダイレクト・レンディングのうち、PE スポンサー付の融資案件。レバローンは PitchBook データを用いて日本銀行スタッフが集計。

(出所) KBRA、PitchBook Data, Inc.

【図表 6】PC ファンド規模別にみた
ファンドレイズの状況



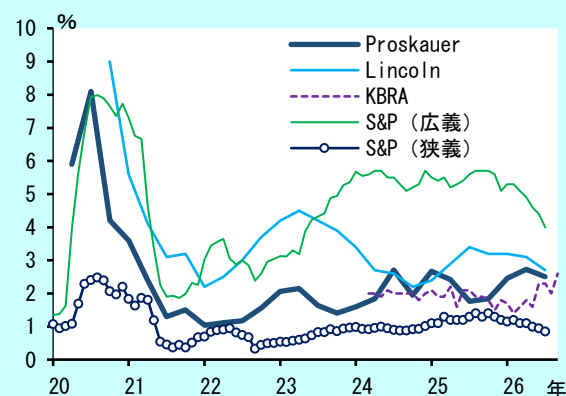
(注) 対象は企業向け融資、不動産、インフラファンド。PitchBook データを用いて日本銀行スタッフが集計。

(出所) PitchBook Data, Inc.

こうしたもとで、融資先企業の信用力の動向が注目されている。まず、融資先企業のデフォルト率をみると、データソースによって、対象とするファンドのカバレッジやデフォルトの集計方法（件数／金額ベース、条件変更等の包摂）などの違いがあるが、現時点では大幅に悪化はしていないとみられる（図表 7）。また、PIK 貸出（Payment in Kind：借入利息の支払いを満期まで繰り延べし、

一括返済する貸出）のうち、既存ローンの期間中に PIK 条項が追加される、事後 PIK（Bad PIK）の比率が上昇している点にも留意が必要である（図表 8）。PIK は、成長期待の高い企業に対して、利払いを先送りして投資機会に資金を振り向けることを可能とする手段であるものの、事後 PIK の一部については、企業で手元流動性の枯渇等のリスクが顕在化している可能性がある。

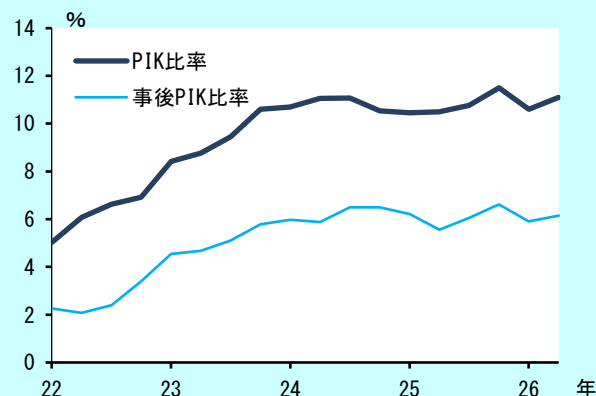
【図表 7】PC ファンド融資先のデフォルト率



(注) Proskauer はダイレクト・レンディング債権が対象。Lincoln は PE スポンサー企業等 5,750 社が対象。KBRA は主に BDC が対象。S&P の広義のデフォルト率は、PIK への転換や、返済延期などの措置を含む。直近は Proskauer と Lincoln が 26/2Q、S&P が 26/6 月、KBRA が 26/8 月。

(出所) Proskauer Rose LLP、Lincoln International、KBRA、S&P Global Market Intelligence

【図表 8】PIK 比率と事後 PIK 比率



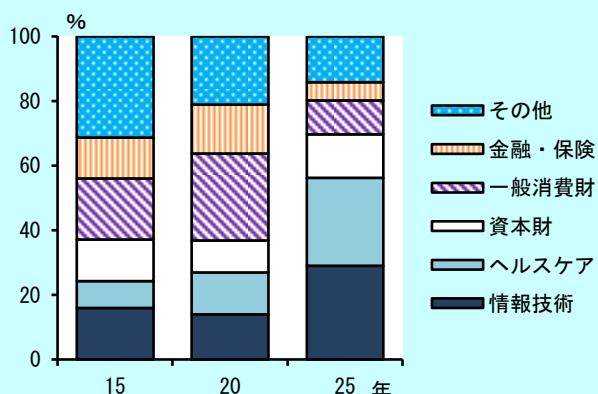
(注) PE ファンド投資先企業への PC ファンドの貸出が対象。件数ベース。直近は 26/2Q。

(出所) Lincoln International

実際に PC 融資先の業況が大幅に悪化した局面では、ファンド運営会社は、長期での資金回収を行うために、ワークアウトと呼ばれる融資条件変更や債務再編等を実施することがある。高金利環

境が継続する場合にはワークアウトの成否が一層重要となるものの、前述のファンド運営会社の増加もあって、その能力に差が出得ることも指摘されている。特に、PC は事業環境の変化が激しいソフトウェアや AI インフラ関連企業への融資を拡大してきたことが指摘されており、融資先の質の動向や PC ファンドの対応を注意してみていく必要がある（図表 9）。

【図表 9】PC ファンドの融資先の業種構成



（注）対象は企業向け融資。新規実行ベース。
（出所）Preqin

多様化する PC 市場

PC 市場における投資戦略は、ダイレクト・レンディングが依然として中核であるものの、投資対象や投資家層・ファンド設計の多様化が進んでいる。以下では、近年の注目すべき変化として、ABF ファンドの拡大と、個人投資家を中心としたセミリキッド型ファンドの増加について整理する。

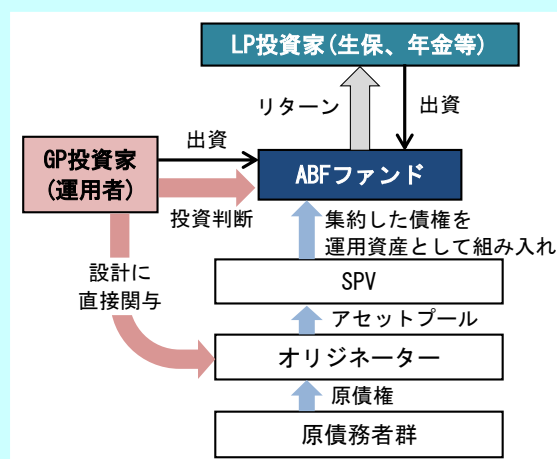
（投資対象の多様化：ABF ファンド）

近年、PC の成長分野として、ABF ファンドが注目されている。ABF の定義は業界内でも共通見解が定まっていないものの、企業クレジット以外の、特定の資産やキャッシュフロー等を裏付けとする与信を行う戦略の総称とされることが多い。裏付資産は、消費者クレジット（自動車ローン等）、商業クレジット（リース、売掛金等）、ファンド向け融資、不動産・住宅関連、航空機・インフラ関連、訴訟やロイヤリティなど多岐に亘り、潜在的な市場規模は 5～6 兆ドルと見込まれている³。ABF ファンドの成長の背景としては、企業向け融資ファンドの急拡大を経て、投資家側で PC ポートフォリオ内での分散ニーズが高まっているこ

とや、ファンド側でも競争が激化しているダイレクト・レンディング以外の戦略への拡大が図られていることが指摘されている。

ABF ファンドは多くの場合、小口債権を集めた資産プールへの投資を行うものであり、企業向け融資ファンドのパフォーマンスが主に融資先企業の業況に左右されるのに対し、ABF ファンドは多様な裏付資産のキャッシュフロー、期中管理、法的構造（倒産隔離、担保保全等）に依拠する（図表 10）。同様に小口債権のプールを裏付けとした ABS（Asset Backed Securities：資産担保証券）と比較すると、ABS が流動化を前提として標準化された証券化商品であることにに対し、ABF はファンド運用者がオリジネーターと交渉して柔軟なストラクチャー設計を行うことにより、より高いスプレッド水準を実現することが指摘されている⁴。

【図表 10】ABF ファンドの構造



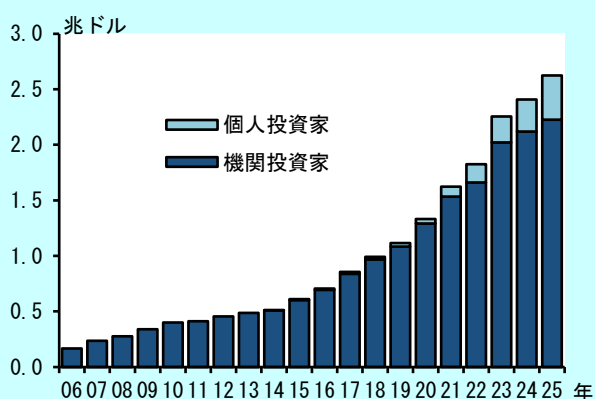
（出所）日本銀行

現時点では、潜在的な裏付資産に対する ABF ファンドの規模は数%程度に止まるとされる⁵が、先行きは PC 市場の拡大ドライバーとなることを期待する声が多い。もともと、ABF ファンドの運用者は、裏付資産の市場や借り手の特性、法的構造等に対する深い理解や、高度な担保管理といった、企業向け融資とは異なる管理能力が求められることから、市場の急拡大局面にある現時点では、質の確保が課題との指摘もみられる。

（投資家とファンド設計の多様化：個人投資家向けセミリキッド型ファンド）

PC ファンドは、主に機関投資家からの投資資金をもとに成長してきたが、個人投資家の投資額も増加しつつある（図表 11）。この背景には、ファンドの設立・管理を担う各ファンド運営会社が、運用資産規模の拡大と管理手数料の獲得を図って新たな投資家層の開拓を行ってきたことや、PC ファンドがインカム型（投資家への定期的な分配を目指すファンド）として個人投資家向けの販売に適していたこと等が指摘されている。

【図表 11】投資家別にみた PC ファンドの AUM



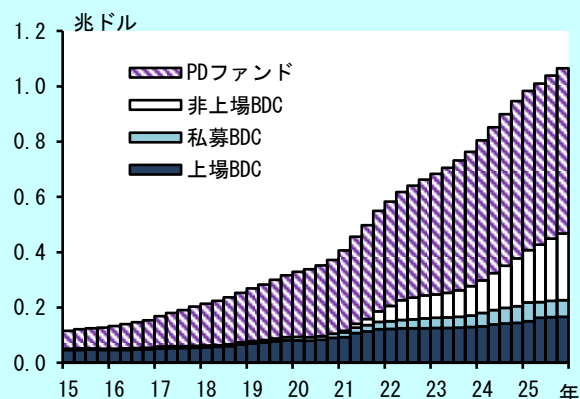
（注）機関投資家は、保険会社（PitchBook による推定値）を含む。PitchBook データを用いて日本銀行スタッフが集計。

（出所）PitchBook Data, Inc.

こうしたなか、一定程度の流動性を求める個人投資家のニーズに合わせ、月次や四半期ごとに一定の範囲で解約を受け付けるセミリキッド型ファンドへの資金流入がみられている。こうしたファンドの一つに米国の非上場 BDC（Business Development Company：事業開発会社）が挙げられるが、その資産規模をみると、北米ダイレクト・レンディング市場におけるシェアは2割程度であるものの、クローズドエンド型ファンドと比べて早いペースで拡大してきた（図表 12）⁶。このほか、セミリキッド型には、米国のインターバルファンド（一定間隔で解約を受け付ける投資ファンド）や欧州の ELTIF（European Long-Term Investment Fund）が挙げられ、主な投資家層としては個人投資家の富裕層を中心に想定されることが多い。こうしたセミリキッド型ファンドは、一般的に、解約請求に対応するために幾分保守的な運用となるほか、キャッシュバッファとして流動資産を保有するため、クローズドエンド型対比

でリターンは幾分低くなる傾向がある。

【図表 12】形態別にみたダイレクト・レンディングの総資産



（注）北米地域が対象。直近は 25/12 月末。

（出所）Preqin, S&P Global Market Intelligence

セミリキッド型ファンドは、投資家の解約請求に応じて償還が発生するため、流動性の管理の重要性が相対的に高く、この点、クローズドエンド型を採る PC ファンドとは異なるリスク特性を有する。しかしながら、前述のファンドが保有する流動資産に加えて、融資先から定期的に受け取る利払い及び元本返済を償還原資として活用可能であるほか、ファンド側が一定程度の裁量を持って解約規模を決定できることから、現時点では、セミリキッド型ファンドの流動性リスクに対する懸念は限定的とみる向きが多い。

他方、長期の資金運用にかかるリスク許容度が相対的に低いとされる個人投資家が増加していることで、ファンドの想定以上に償還圧力が高水準で継続する可能性や、PC へのストレス時に従来以上に広範な投資家層へ影響が伝播する可能性もある。引き続き PC ファンドの大宗はクローズドエンド型であるものの、こうした観点から、セミリキッド型ファンド及び個人投資家の今後の動向には留意が必要である。

PC 市場に対する海外当局・国際機関の見方

近年の PC 市場の急拡大を受け、海外当局や国際機関は金融安定の観点から多角的な分析や発信を行っている。以下では、主要な論点を整理する。

第一に、PC ファンドは、PE ファンドや銀行、保険会社等と、投融資関係やファンド向けファイナンスを通じて結びつきを強めているため、PC の融資先企業の信用悪化が各層に与える影響も以前より大きくなり得ることが指摘されている⁷。

第二に、クレジットサイクルの下降局面における PC の耐性への関心が高まっている。前述の通り、PIK やコベナントの緩和等を通じた融資条件の柔軟化は、信用悪化の顕現化を遅延させている可能性がある。この点について、デフォルト率は遅行指標であり、融資条件の変更等を考慮した慎重な解釈が必要であるとの認識が当局間でも共有されつつある⁸。

第三に、特定業種への融資集中がもたらすリスクが挙げられる。PC ファンドによる AI や SaaS 関連セクターへの融資が急拡大しているもと、これらの業態が調整局面入りした場合、PC 市場のデフォルト率が上昇することが指摘されている⁹。

他方、PC ファンドが長期リスクマネーの提供主体として金融システム上で果たす役割についても議論が行われている。PC ファンドは依然としてクローズドエンド型が多く、預金を主な調達先とする銀行と比べて流動性リスクの抑制が可能である。そのため、リスクの高い主体に対する長期の与信提供により適しているとされ¹⁰、銀行とノンバンクの役割の区別を維持することの重要性を強調する議論もみられる¹¹。こうした議論も踏まえ、PE・PC ファンドがストレス下でマクロの金融安定性や実体経済にどのような影響を与えるかについて、包括的に評価するための枠組みの構築も進められている¹²。

おわりに

本稿では、PC 市場の構造変化に焦点を当て、企業向け融資の動向と、投資対象や投資家層・ファンド設計の多様化を踏まえたリスク特性の変化を整理したほか、海外当局・国際機関のリスク認

識を確認した。

企業向け融資の中核的戦略であるダイレクト・レンディングにおいては、投資待機資金の蓄積もあってファンド間の競争が高まっており、これまで同戦略の特徴とされた厳格な与信基準の一部緩和が示唆される。融資先の信用動向はデータ制約が大きいものの、PIK 貸出が増加していることも踏まえると、その実態把握は引き続き重要な課題である。

市場の構造面では、ABF ファンドの急増や、個人投資家のセミリキッド型ファンドへの参入により、PC のリスク特性が多様化しつつある。ABF ファンドでは、裏付資産の管理や、法的構造に起因する、企業信用リスクとは異なるリスクへの目配りが求められる。セミリキッド型ファンドでは、流動性リスクの管理だけでなく、個人投資家の特性への配慮が必要である。

金融システム内の相互関連性の高まりや、信用サイクルを通じた耐性が未検証であることなどを背景に、海外当局・国際機関による PC 市場への注目は高まっている。他方、PC が長期のリスクマネーの供給者としての役割を担い得ることも認識されており、市場の成長と金融安定とのバランスが重要な論点となっている。

わが国においても、本邦機関投資家（銀行・生命保険・年金基金等）がオルタナティブ資産投資の一環として PC へのエクスポージャーを拡大しているほか、本邦金融機関は、大手銀行を中心に、ファンド向けファイナンスを通じて PC 市場との関連性を高めている¹³。こうしたもとで、海外市場の構造変化やリスクの所在を的確に把握することがこれまで以上に求められている。従来の企業信用リスク中心の視点に加え、ABF ファンドの裏付資産リスクやセミリキッド型ファンドの流動性リスク、業種集中リスクなど、市場の広がりに応じた多面的なモニタリングを継続していくとともに、わが国金融システムへの波及経路についても注視していくことが一段と重要になっている。

* 現、決済機構局。

¹ FSB (2026)では、PC に共通の定義はないとしつつ、狭義には中堅企業に対する非銀行系直接融資を二者間交渉に基づいて行うものと定義している。

FSB (2026) "Report on Vulnerabilities in Private Credit."

² PC ファンドの融資手法やこれまでの動向については、例えば、以下を参照。

直野未悠・渡邊真一郎「プライベートデットファンドの融資手法—ダイレクトレンディングの特徴—」（日銀レビュー2022-J-1、2022 年）

黒田航一・長谷部光・伊藤智・池田大輔「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」（日銀レビュー2024-J-3、2024 年）

竹村啓太・岩村由子・沓脱誠「プライベートファンドを巡る最近の動向—PE・PD ファンドの拡大と近年の特徴点—」（日銀レビュー2025-J-9、2025 年）

大久保友博・海道裕太郎・山本健太・鷺見和昭「米国ダイレクト・レンディング市場における BDC (Business Development Company) の動向について」（日銀レビュー2026-J-1、2026 年）

³ ABF の市場規模への見方は、業界各社によってばらついており、統一的な見解はない。例えば、Oliver Wyman (2024) "Private Credit's Next Act" によれば、米国における ABF の対象となる資産残高（居住用、商業用の実物不動産は除く）は 5.5 兆ドルとされている。また、KKR (2025) "Asset-Based Finance: Private Credit Hidden in Plain Sight" によれば、ノンバンクが組成・保有する、家計および企業向け融資に関連するグローバル民間金融資産（証券化商品等は除く）は 2024 年時点で 6.1 兆ドルとされている。

⁴ J.P. Morgan Private Bank (2026) "The Good News behind the Bad Private Credit Headlines" は、ABF は ABS 対比 200~250bps 程度のプレミアムが得られると指摘している。

⁵ 例えば、Oliver Wyman (2024) によれば、米国における ABF 市場に占める PC の融資残高は 3~5% 程度。

⁶ PC ファンドにおける個人投資家のプレゼンスや、非上場 BDC を中心とした解約・償還の動向については、金融システムレポート 2026 年 4 月号の BOX 1 を参照。

⁷ FRB のクック理事 (Cook、2025) は、銀行や保険と PC との相互関連性が複雑さを増しながら高まっており、金融システムへの波及経路が増えているとの認識を示している。また、ECB のデグインドス副総裁 (ECB、2025) も同様に、銀行が PE・PC・ヘッジファンドに対して相応のエクスポージャーを有しており、ストレス時の波及リスクに留意すべきとしている。詳細については、以下を参照。

Cook, L.D. (2025) "A Policymaker's View of Financial Stability," Speech at Georgetown University's McDonough School of Business Psaros Center for Financial Markets and Policy, Washington, D.C.

ECB (2025) "Interview with El Periodico," Interview with Luis de

Guindos, Vice-President of the ECB, conducted by Pablo Allendesalazar.

⁸ Cook (2025)では、「PC の融資先企業のデフォルト率は過去を振り返る (backward-looking) 指標に過ぎず、PIK 貸出の増加、融資条件の変更、ディストレスト・エクステンション（債務再編）によって抑制されている可能性もある」との認識が示されている。また、FSB (2026)は、「デフォルト率は全体としては依然低水準であるものの、選択的デフォルト (selective defaults) やディストレスト・エクステンションといった広義の指標をみると上昇傾向が確認できる」と指摘している。

⁹ 例えば、IMF による Global Financial Stability Report 2026 年 4 月号の第 1 章では、重大なショックが発生した場合、ダイレクト・レンディング債権の広義のデフォルト率は過去数年の 2~3 倍に達する可能性があるとは指摘されている。

¹⁰ 例えば、BIS Quarterly Review 2025 年 3 月号に掲載の Avalos, Doerr, and Pinter (2025)では、常に引き出し可能な短期預金を中心に調達をする銀行と比べると、中途解約を制限したクローズドエンド型の構造をとる PC ファンドは、より長期貸出に伴うリスクの担い手として適している可能性があるとは指摘されている。詳細については以下を参照。

Avalos, F., S. Doerr, and G. Pinter (2025) "The global drivers of private credit," *BIS Quarterly Review*, March, pp. 13–30.

¹¹ 詳細については、以下を参照。

BOE (2025) "Challenges to Financial Stability - Speech by Andrew Bailey" Given at the Klaas Knot Farewell Symposium.

¹² 具体的には、BOE の SWES 2.0 (System-Wide Exploratory Scenario) 等の取組みが挙げられる。伝統資産、オルタナティブ資産運営会社、大手銀行、機関投資家等が参加し、英国の企業部門に対するプライベート市場・公開市場双方からの資金供給力の強靱性を検証する取組みで、2026 年中に完了し、2027 年初頭に報告書として取りまとめられる見通し。

¹³ 本邦機関投資家の海外プライベートファンド向け投資や、本邦金融機関の海外プライベートファンド向けエクスポージャーについては、金融システムレポート 2025 年 4 月号の BOX 3 や、小川佳也・神保真宏・松井祐依・鷺見和昭「生命保険会社の国際比較：ビジネスモデルの変化に伴う金融安定上の論点」（日銀レビュー2026-J-7、2026 年）等を参照。

日銀レビュー・シリーズは、最近の金融経済の話題を、金融経済に関心を有する幅広い読者層を対象として、平易かつ簡潔に解説するために、日本銀行が編集・発行しているものです。ただし、レポートで示された意見は執筆者に属し、必ずしも日本銀行の見解を示すものではありません。

内容に関するご質問等に関しましては、日本銀行金融機構局金融第 3 課（代表 03-3279-1111）までお知らせ下さい。なお、日銀レビュー・シリーズおよび日本銀行ワーキングペーパー・シリーズは、<https://www.boj.or.jp> で入手できます。