

米国レバレッジドローン市場 市場構造の変化と景気悪化を加速させるリスク

市場調査部 主席エコノミスト

芳川直之

03-3591-1425

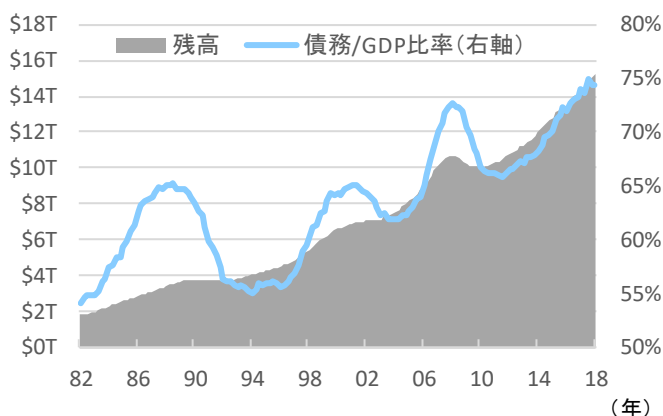
naoyuki.yoshikawa@mizuho-ri.co.jp

- 米国の企業債務が積み上がるなかで、信用力の低いレバレッジドローン市場の拡大に対して監督当局から警鐘が鳴らされている
- CLOを通じた投資家の強い需要による借り手優位の環境は貸出基準の劣化や資本構成上の優位性低下などレバレッジドファンナンス市場に構造的変化をもたらしている
- ただちにシステミックリスクにつながることはないものの、景気失速による格付け低下圧力に対しては脆弱な状態でありクレジットの変調を細やかに注視していく必要はあり

1. 米国レバレッジドローン市場に対する警戒の高まり

米国の企業債務が積み上がるなかで（図表1）監督当局から信用力の低いレバレッジドローン市場に警鐘が鳴らされている。主に非投資適格格付け企業（BBB-/Baa3未満）への貸出債務の市場であり、近年残高の伸びが主要債務のなかで相対的に高いことが背景にある（図表2）。国際機関や各国中央銀行の金融安定性報告書等では2017年末頃より頻繁に取り上げられ¹、金融安定性への脅威として警戒されている。2019年に入ってから、2月の金融安定理事会（FSB）のグローバルモニタリング報告書、4月の国際通貨基金（IMF）の国際金融安定性報告書、5月の欧州中央銀行（ECB）の金融安定性レビューなどで言及され、もちろん、米連邦準備理事会（FRB）が2018年11月より半年ごとに公表している金融安定性報告書（FSR）においてもレバレッジドローン市場に焦点が当てられている。また、6月には下院金融サービス委員会において公聴会が開催されるなど広く関心が集まっている²。以下に近年の米国レバレッジドローン市場を概観しリスクの考察を試みる。

図表1 米国企業債務



(出所) BISより、みずほ総合研究所作成

図表2 主な事業・家計債務

信用種類	残高 (10億ドル)	割合	成長率 (2018年)	年平均成長率 (1997-2018年)
事業信用	15,243	49.4%	3.7%	5.7%
企業信用	9,759	31.6%	3.0%	5.0%
債券、CP	6,240	20.2%	1.4%	5.7%
銀行貸出	1,520	4.9%	11.4%	3.3%
レバレッジドローン	1,090	3.5%	20.1%	15.8%
非企業事業信用	5,485	17.8%	4.9%	7.2%
商業用不動産	2,401	7.8%	5.6%	6.3%
家計信用	15,628	50.6%	3.2%	5.5%
モーゲージ	10,337	33.5%	2.8%	5.7%
学生ローン	1,569	5.1%	5.3%	9.7%
自動車ローン	1,155	3.7%	3.7%	5.1%
クレジットカード	1,055	3.4%	3.1%	3.5%
その他家計信用	1,512	4.9%	-	-
合計	30,871	-	3.4%	5.6%

(注) 商業用不動産は企業信用と非企業事業信用に含まれる。

(出所) FRB FSR2019年6月より、みずほ総合研究所作成

2. 米国レバレッジドローン市場の現状

(1) 市場の規模は1兆ドル超えに

近年の活況な取引を反映しレバレッジドローン市場³は2018年央に1兆ドルを超え2019年8月には1.2兆ドルに迫る規模にまで拡大した(図表3)。伸び率は2018年末から2019年初にかけては年率20%を超えるペースに加速したものの、世界金融危機(GFC)前や2014年と比較すると穏やかであり、8月には年率8%程度まで鈍化している。2018年末時点で米国での主要債務の約3.5%を占め、同様に投資適格に満たない企業の発行するハイイールド債(HY)市場の規模をやや下回る⁴。他市場との対比では、例えばGAF A(アルファベット、アップル、フェイスブック、アマゾン)の時価総額は昨年8月から12月までの4か月間で約3兆4,000億ドルから約2兆4,000億ドルへと約1兆ドル減少した。規模だけから見るとレバレッジドローン市場の約80%を失ったこととなるが、経済全体に波及するシステミックリスクにつながったわけではない。

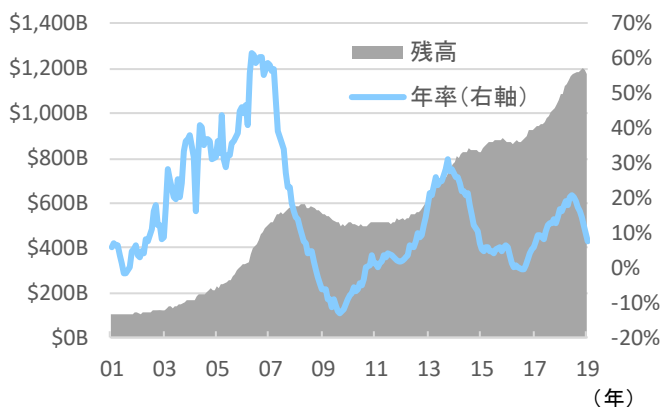
資金使途はM&A、既存債務の借り換え、自社株買いや配当支払い等の資本再構成(リキャップ)が大部分である(図表4)。近年では2014年以降M&Aの割合が最も多くM&Aの動向に影響を受ける市場とも言えよう。2018年はコンピュータ・エレクトロニクス関連の大ロディールもありM&Aの割合が56%、借り換えが35%、リキャップが7%であった。

(2) レバレッジドローンの特徴

次に、レバレッジドローンの特徴についてハイイールド債と比較を交えて考えてみる。まず、大きな違いとしてレバレッジドローンは債務保全や資本調達構成上優位であることである。通常は第一抵当権が設定され、さらに債務返済順位が高く財務制限条項(コベナンツ)が付与されていることなどがあり、一般的にハイイールド債よりリスクは低いとされている。しかしながら近年、コベナンツの緩和されたコベナンツ・ライトでの発行が増加しており、2012年頃には新規発行額の30%程度であったコベナンツ・ライトは足元では約80%にのぼり市場の主流となっている。背景には投資家からの需要が強く借り手優位の状況が続いていることが大きい。

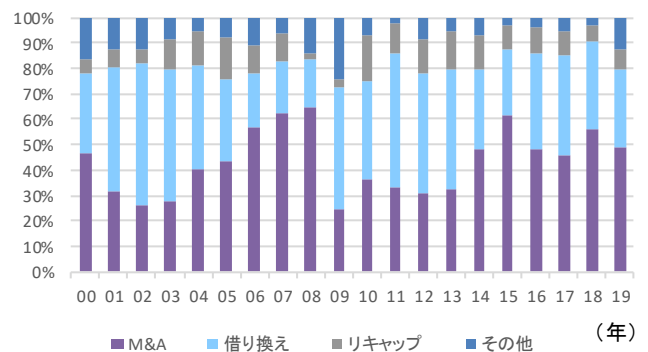
緩和されたコベナンツとは財務維持コベナンツ(メンテナンス・コベナンツ)であり追加負担制限コベナンツ(インカレンス・コベナンツ)は引き続き付与されている。すなわち、支払い、担保提供、資産売却等へは引き続き制限がかかっている。借り手優位の状況に加え、メンテナンス・コベナンツ

図表3 レバレッジドローン残高推移



(出所) S&P Global Market Intelligenceより、みずほ総合研究所作成

図表4 レバレッジドローンの資金使途



(注) 2019年は8月まで。

(出所) S&P Global Market Intelligenceより、みずほ総合研究所作成

の緩和はレバレッジドローンが市場型金融へと移行するなかで、流動性の乏しかった「lend to hold」の形態から流動性の高い「lend and syndicate」の形態へと発展し、ハイイールド債のコベナント体系に近づきつつあるとも考えられる。メンテナンス・コベナントが欠如することでクレジットクオリティの劣化を懸念することは当然ではあるが、メンテナンス・コベナント有無にかかわらず実際の財務内容が重要であることには変わりない。また、メンテナンス・コベナントの緩和を補う上で第三者格付け機関などがローン契約を評価するサービスも開始されている。メンテナンス・コベナントの緩和を補うために早期に財務内容の悪化を把握するなどのクレジット悪化に対する予兆管理を強化する対策は必要であろう。

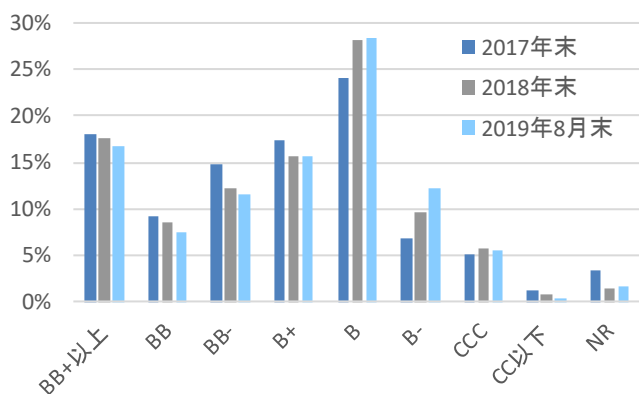
他の特徴としてレバレッジドローンは変動金利建てであることである（ミニマムフロアーが付与される場合あり）。投資家にとっては短期の参照金利に対して確定したスプレッドを確保できるため金利上昇に対するヘッジとして機能する。すなわち、金利上昇が見込まれる局面では一般的に投資家の需要は固定金利であるハイイールド債よりも強い。逆に発行体から見ると同様の局面では他の条件が同じであれば固定金利であるハイイールド債が選好されよう。2016年第4四半期から2018年4四半期にかけての米国政策金利引き上げ局面ではレバレッジドローンの発行割合が高くなっており投資家からの変動金利資産に対する需要が強かったと推測される。今年7月にFRBは利下げを開始し、現在の市場は景気の先行きへの不透明感によりさらなる利下げを織り込んでいる。投資家の需要を考えるとレバレッジドローンの新規発行が足元の利下げ局面で2018年対比増加してゆくとは考えづらい。

（3）発行体の状況

発行体のクレジットを確認する。ファシリティ別格付け分布では2019年8月末時点でB格がレバレッジドローン全体の56%、BB格が26%である。B格のうちBが全体の28%を占め最も多い。2017年末からの格付け遷移を見るとB+以上の格付けからBやB-へと格下げもしくは新規発行で格付けられた割合が増えている（図表5）。現在の景気拡大期が始まった2009年7月の構成比ではB+が20%で最大であった。米国の景気拡大が10年を超えて成熟してゆくなかでクレジットサイクルも終盤を迎え、クレジットクオリティが低下している可能性も否定できない。

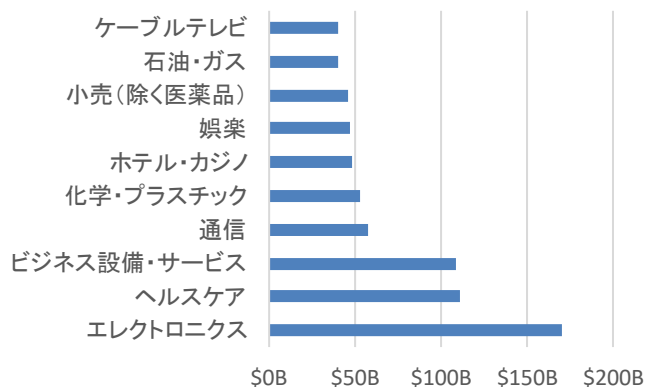
2019年8月時点での業種別残高を見ると、コンピュータ・エレクトロニクス、ヘルスケア、ビジネス設備・サービスの業種の順で残高が大きくこの3業種で全体の約1/3を占め、上位10業種で全体の約60%

図表5 格付け分布・遷移



(出所) S&P Global Market Intelligenceより、みずほ総合研究所作成

図表6 業種別残高



(出所) S&P Global Market Intelligenceより、みずほ総合研究所作成

を占めている（図表6）。レバレッジドローン残高が拡大した2015年末からの伸び率でも上位3業種はそれぞれ30%、12%、15%と高く、これらの業種が直近の市場拡大をけん引したことがわかる。

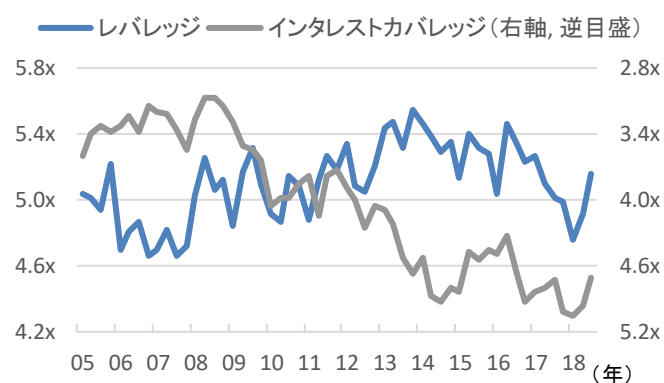
次にレバレッジ（債務/EBITDA倍率）とインタレストカバレッジレシオ（ICR）の平均値推移を見つめる（図表7）。米国では2013年にFRB、通貨監督庁（OCC）、連邦預金保険公社（FDIC）はレバレッジが6倍以上となるローンを抑制する指針⁵を公表しており、レバレッジ6倍が一つの閾値として意識されている。足元では2018年末をボトムに2019年に入り第1四半期、第2四半期とレバレッジの上昇が見られるが、6倍にはまだ距離がある。また、デフォルトを予測する上でICRを観察することは重要である。一般的に債務履行能力に懸念があるとされる水準はICR3倍未満であるとされ、1.5倍を下回るとデフォルトが近いとされている。GFC以降ICRは改善されている。こちらも2019年に入りやや悪化しているが直ちに警戒を要する水準ではない。

（4）投資家の状況

レバレッジドローンの投資家を把握する。5月公表のFRBのFSRによると2018年末時点でレバレッジドローン残高約1.1兆ドルのうち、CLO（Collateralized Loan Obligation、ローン担保証券）が約62%、ローンミューチュアルファンド（投信）が約20%、銀行が約8%、保険会社や年金、海外投資家などが約10%を保有していると推計している。GFC以降主要な保有者はCLOと投信であるが背後には投資家が存在する。CLOは銀行、保険会社、投信、その他投資家に同程度保有されており、新規発行CLOの最上級トランシェについては銀行が半分程度、一方で劣後トランシェはアセットマネージャー、保険会社、ヘッジファンド、クレジットファンドが主に投資しており、トランシェごとに投資家の色が異なる。

レバレッジドローンの銀行の保有率は1990年代前半には70%を超えていたがトレンドとして減少している⁶。金融システムの安定性という観点からすれば銀行がレバレッジドローンをバランスシートに多く抱えていない状況は安心材料ではあるが、オープンエンドローン投信の顧客からの償還に伴う強制的な売却はレバレッジドローン市場にとってのストレスとなり得る。実際2018年12月にマーケットが変動をきたした際には、ローン投信から約200億ドルの資金が流出し、それに伴いインデックス価格も94割れへと大きく下落した。以降価格は回復しているものの月次での資金流出は継続しており、ローン投信のフローに伴う市場への影響については引き続き注意を払う必要がある（図表8）。

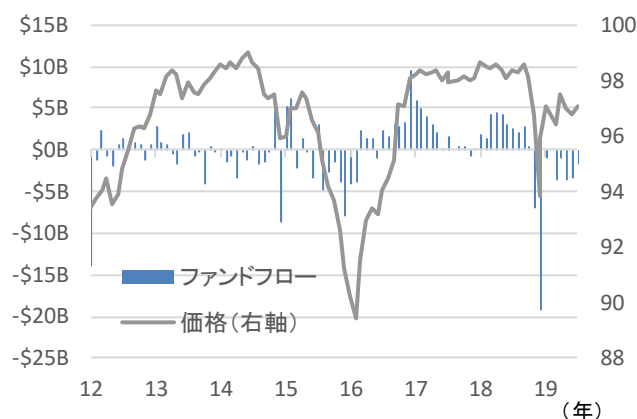
図表7 レバレッジとインタレストカバレッジ



（注）2019年は6月末まで、x=倍。

（出所）S&P Global Market Intelligenceより、みずほ総合研究所作成

図表8 ファンドフローとインデックス価格



（出所）S&P Global Market Intelligenceより、みずほ総合研究所作成

3. 米国CLO市場について

(1) 米国CLOの現状

上述のようにレバレッジドローン市場ではCLOの存在が大きい。CLOマネージャーはレバレッジドローンを裏付け資産として優先・劣後を切り分け証券化し、投資家はリスク・リターンの異なるそれぞれのトランシェに投資している。CLOへの投資家の需要はレバレッジドローン市場の成長をけん引し、一般的にレバレッジドローン流通市場の取引の安定化に貢献しているとされている。2018年にはCLOの発行額は過去最高となる約1,300億ドルに達し、レバレッジドローン供給に対するCLOの組成比率はGFC以降高まっていることもわかる(図表9)。2019年初から8月までの累積発行は2018年をやや下回るペースで推移しており、現時点では2年連続で過去最高を更新することは難しい状況ではある。

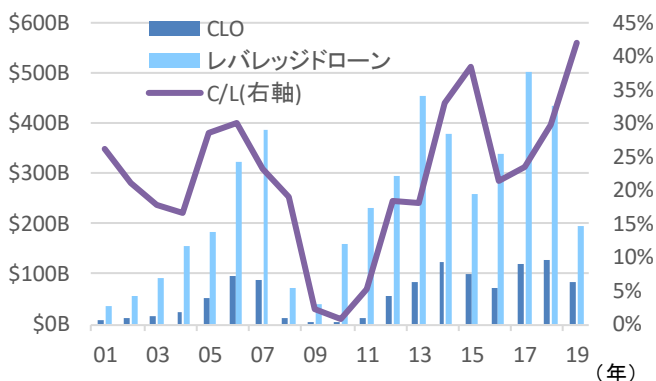
CLOのトランシェ別スプレッド水準は、各トランシェともに概ね2016年第1四半期をピークに2018年第1四半期に向けてタイト化し以降現在までややワイド化して推移している。銀行の保有が多いとされるAAA格のスプレッドは一時L+100bpsを割り込む局面も見られたが足元ではL+135bps程度まで戻ってきている。スプレッド水準からは特にリスクを喚起させる変調は見られない。

(2) 金融危機前との比較

イングランド銀行は昨年11月のFSRにおいてGFC前のサブプライムローンと現在のレバレッジドローンの比較を試みている。続く2018年7月報告では、裏付け資産となるローンの質の劣化に類似点が見られる一方でサブプライムローンの証券化市場と比べてCLOはより頑健なストラクチャーでありより安定した資金でファイナンスされているとしている。GFC後のCLO(CLO 2.0⁷)は、上位トランシェでの信用補完レベルが向上し最上位トランシェに対しより高いプロテクションを提供する設計となったことや複雑な派生商品や再証券化商品によるリスクテイクが少ないことなどを挙げている。規制面からも開示義務によって透明性が増し、リスク・リテンション規制⁸によってCLOオリジネーターに対してクレジットの質の監視に対するインセンティブを与え、CLO市場のレジリエンス強化が図られた。

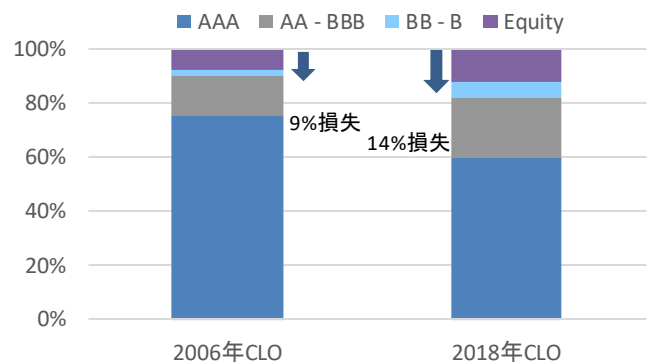
一方、最近の融資基準の劣化(コバナンツの緩和化)を反映した裏付けローンのロス・ギブン・デ

図表9 CLO新規発行額



(注) 2019年は8月まで、インスティテューショナルローン。
(出所) S&P Global Market Intelligenceより、みずほ総合研究所作成

図表10 CLOの資本構成



(注) 典型的なCLOのサンプル。
(出所) BOE FSR 2019年7月より、みずほ総合研究所作成

フォルト（デフォルト時損失率）の上昇により、G F C同様のストレスがかかった場合にはC L O 2.0の損失は14%と高くなると試算している（図表10）。とは言えB B B以上のトランシェには損失は見られず、A A Aが毀損するためにはG F C時ストレスの2倍以上が必要とも推測している。また、ムーディーズによると1993年以降当初格付けがA a aとA aのC L Oは損失が発生した実績は無くB a aの損失率も低い⁹。しかしながら、最終的に損失が実現しないとしてもG F C時には最上級トランシェでさえ時価評価が20%下落したことには留意が必要ではあろう。

4. リスク顕現化の兆候

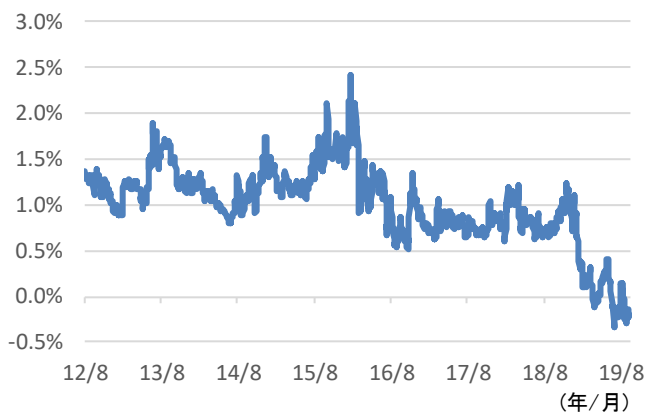
（1）債券クッション（Debt cushion）の低下

コベナンツが緩和的なローンの増加は一般的にデフォルトした場合の債務の回収率の低下につながる。さらにエクイティ以外に劣後債務のないローンのみで資金調達する企業が増加していることはレバレッジド・ファイナンス市場のこれまでの力学に変化を与え、同様に回収率の低下が懸念されている。すなわち、レバレッジドローンという貸出形態が借り入れ企業に対する資本構成上の優位性を徐々に失いつつあるということである。ハイイールド債利回りとレバレッジドローン利回りが縮小している傾向を考えると、金利上昇局面の終焉という需給を反映したテクニカル要因に加えて、レバレッジドローンに対して投資家はよりリスクの高いハイイールド債並みの利回りを求め始めている可能性はあろう（図表11）。

（2）シングルB格への集中と内在するリスク

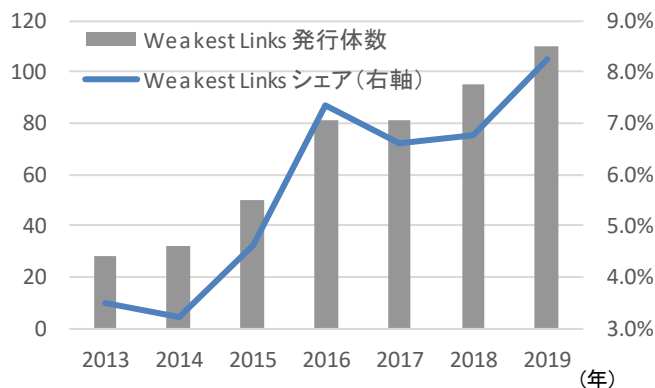
レバレッジドローンの格付けが徐々に低下し最大残高がBに遷移していることは前述のとおりである。レバレッジドローン市場においてB格とC C C格では大きな違いが生じる。B格の最大の保有者はC L Oであり、典型的なC L OのC C C格の保有割合は4%程度と言われている。格付け会社は一般的にC L Oの裏付けローンのC C C格の割合が7.5%を超えた場合にC L Oに対し時価評価を求める。自動的にC L Oに対してデレバレッジメカニズムが働く仕組みではあるが、当該ローンの売却が加速するリスクを内包している。S & PではB格以下でネガティブ・アウトルックの発行者を「weakest links」と呼んでいるが、発行体数と全体に占める割合ともに2013年以来最大である（図表12）。景気失速や後退によって格下げ圧力が強まれば、レバレッジドローン市場に与える影響は大きい。

図表 11 HY-ローンスプレッド



(出所) S&P Global Market Intelligenceより、みずほ総合研究所作成

図表 12 Weakest Links



(注) 2019年は6月末まで。

(出所) S&P Global Market Intelligenceより、みずほ総合研究所作成

（３） EBITDA 成長率の低下とレバレッジの上昇、将来の金利上昇は I C R 悪化リスク

2002年からの長期間における平均レバレッジは約5.1倍である。2014年には5.5倍を超えることもあったが、2019年第2四半期時点では約5.2倍である。歴史的に見て決して高い水準とは言えないが、直近では2018年末をボトムに上昇に転じている。これはEBITDAの低下が一因であると考えられ、EBITDAの年率推移を見ると2018年第3四半期をピークに鈍化が顕著であり、2019年第2四半期時点では年率2%とどうにかプラス圏での成長を維持している（図表13）。レバレッジ6倍以上の割合も増加しており、債務残高が増えるなかEBITDAの急低下によるレバレッジの悪化には警戒は必要である。一方 I C R は2019年第2四半期時点では約4.7倍であり、2002年からの長期間における平均約3.9倍対比良好な水準である。デフォルトが近いとされる I C R 1.5倍未満の発行体割合は長期的にトレンドとして低下しているが、これは金利水準が長期的に低下している要因が大きいと思われる。2000年台初めや G F C 時に記録した20%程度に対して足元は4%である。さらなる利下げが想定されるなか I C R が急速に悪化していくとは考えられないが、ひとたび金利が反転上昇に向かえば大きなリスクとして認識されよう。

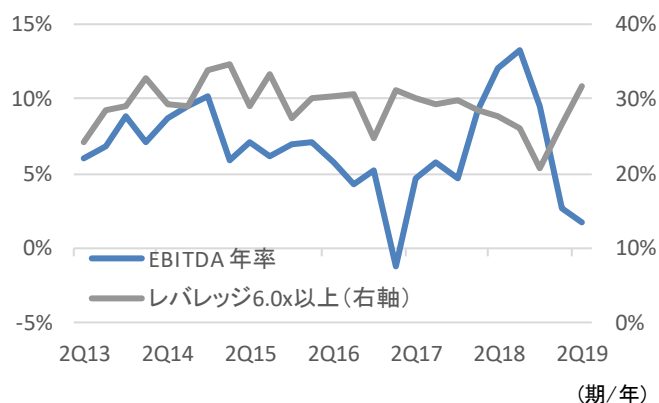
（４） ディストレストローン比率の上昇

現在のデフォルト率（残高対比）は2000年からの平均である約3%と比べても低位で推移しており、2019年8月時点では約1.3%である。デフォルト率上昇の可能性をレバレッジドローン市場の価格形成から把握する。ディストレストローンの価格レベルとされる80未満のローン残高についてレバレッジドローンインデックスに占める割合の推移を見ると現時点では約4%である。原油価格の急落を受けて米国シェールオイル業界対しての懸念が高まった2016年初対比まだ低水準ではあるが、8月には前月の2.8%から約3年ぶりとなる水準まで上昇している（図表14）。ディストレストローン比率はデフォルト率に先行して動く。今後のデフォルト率上昇を示唆する可能性もあり注視が必要であろう。

5. おわりに：景気悪化を加速させるリスクの蓄積

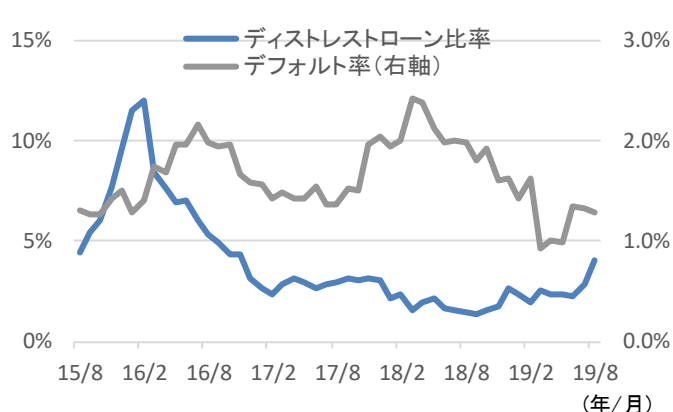
米連邦準備制度理事会パウエル議長は2019年5月の講演で、高水準の企業債務は現時点で金融安定性を脅かす目立ったリスクではないものの、経済が失速すれば借り手を圧迫し、その中でレバレッジドローンが景気悪化を加速させる可能性に言及している。本稿で確認してきたように企業債務に対する規模や現在の低いデフォルト率などからは、すぐにリスクが顕在化し金融市場全体に波及すると

図表 13 EBITDA 年率と高レバレッジ割合



(出所) S&P Global Market Intelligenceより、みずほ総合研究所作成

図表 14 ディストレストローン比率



(出所) S&P Global Market Intelligenceより、みずほ総合研究所作成

は考えづらい。しかしながら、レバレッジド・ファイナンスの構造的な変化や格付けの低下傾向が認められるなか、2019年以降のレバレッジの上昇、ディストレスローン比率の上昇など変調が見られることも事実である。そもそもレバレッジドローン市場は低格付け企業を対象としている。常に細心の注意を払う必要があることは言うまでもない。さらにレバレッジドロンの範疇である投資適格未満の債務に加えて、企業債務全体では、投資適格の下限であるBBB債務が投資適格債券の半分以上を占めるまでに増加している。格付けの低下圧力に対して企業債務構造全体が極めて脆弱であり、ひとたび景気失速、景気後退となれば悪循環に陥る可能性があることに留意しておく必要はあろう。

(主要参考文献)

Board of Governors of the Federal Reserve System (November 2018 / May 2019)

“Financial Stability Report”

Bank of England (November 2018 / July 2019) “Financial Stability Report”

European Central Bank (May 2019) “Financial Stability Review”

International Monetary Fund (April 2019) “Global Financial Stability Report”

Bank of International Settlements (September 2019) “Quarterly Review”

日本銀行 (2019年3月) 日銀レビュー “米国クレジット市場の最近の動向について”

¹ 例えば、2018年4月のIMFのGFSR (chapter1, “Reach for Yield or Overreach in Risky Assets?”、chapter1 Box1.3, “The Challenging Investor Base in the US Leveraged Loan Market”)、2018年11月のBOEのFSR (“leveraged lending”、Box4 “Comparing the leveraged lending and US subprime mortgage markets”)、2018年5月ECBのFSR (chapter2 Box5 “Leveraged loans: a fast-growing high-yield market”)、2018年9月のBISのQuarterly Review (Divergences widen in markets, BoxA: “The rise of leveraged loans: a risky resurgence?”) など。

² 2019年6月4日 “Emerging Threats to Stability: Considering the Systemic Risk of Leveraged Lending” <https://financialservices.house.gov/calendar/eventsingle.aspx?EventID=403827>。

³ 本レポートでのレバレッジドローン市場はFRBのFSRで示されている市場、主には機関投資家向けに組成されるインスティテューショナルローン市場である。

⁴ FRBのFSA2019年5月では、資産規模別でレバレッジドローンは1兆1,470億ドル、HY債は1兆2,560億ドル。

⁵ Board of Governors of the Federal Reserve System, Supervision and Regulation Letters, “Interagency Guidance on Leveraged Lending”。

⁶ IMF “Global Financial Stability Report, April 2019, Chapter 1: Vulnerabilities in a Maturing Credit Cycle”。

⁷ CLO2.0とは金融危機後のCLOのストラクチャーで金融危機前のCLO1.0との比較では、所要補完水準の引き上げの他、シニア有担保以外の組入制限の強化や再投資期間、コール禁止期間の短縮化などが実施されている。

⁸ 証券化商品に対する規制。証券化商品の不適切な組成やリスク移転を防ぐため、オリジネーターは5%の保持が義務づけられた。米国では昨年一部規制が緩和された。

⁹ Moody’s (May 2019) “Impairment and loss rates of global CLOs: 1993–2018”によると累積損失率はAで0.06%、Baaで1.34%である。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。