

CLO市場で高まる邦銀の プレゼンス

急拡大する証券化商品に 死角はないか

超低金利環境にあえぐ邦銀が、非投資適格企業への貸出債権であるレバレッジド・ローン（レバローン）を裏付資産とするローン担保証券「CLO」への投資を拡大させている。リスクの高い債権が裏付資産になっていることから、世界の金融当局はレバローンの拡大に警鐘を鳴らしている。CLOの商品性、そして巨額のCLOを保有する邦銀に死角はないのか。

レバローンの膨張を支える CLOの拡大

米国のCLO市場における邦銀のプレゼンスが高まっている。2018年12月末時点で、農林中央金庫が約6・8兆円、三菱

UFJフィナンシャル・グループ（FG）が約2・5兆円、ゆうちょ銀行が約1兆円を保有しており、ほかにもみずほFGが約4000億円、三井住友トラスト・ホールディングスが約3200億円、三井住友グループが約770億円を保有している

と推計されている。地方銀行でも、常陽銀行はCLOを含む外債の変動債全体で876億円を保有している。ゆうちょ銀行はCLO投資を拡大させている理由を、「歴史的な低金利の中で安定した収益を確保するため」と話す。国債をはじめとする安

全資産が投資対象にならないほど投資利回りが落ち込むなか、クレジトリスクに活路を見いだす運用戦略だ。

みずほ証券によれば、米国のCLO発行残高は18年12月末時点で約6000億ドル。1ドル110円換算で約66兆円に上り、日本の大手行だけで約11兆円を保有している。そのほぼすべてがトリプルA格とみられる。トリプルA格のCLOに絞ると、18年に米国で発行された約3分の2を邦銀が購入したとの報道



トリプルA格CLOの デフォルト確率は極めて低い 信用リスクを抑えた高利回りの トランシエには投資妙味

CLOは多数のレバレッジド・ローンに裏付けられた一次証券化商品である。裏付資産は主に借入企業の資本構成におけるシニア有担保債務であり、サブプライムRMBSの低格付トランシエを多数集めて組成された再証券化商品とは大きく異なる。借手優位な環境が続くなか、レバレッジド・ローンの与信基準緩和（EBITDAアドバック等）は一定程度警戒すべきだが、CLOのトリプルA格トランシエにデフォルトが発生する可能性は極めて低いと考えられる。

回収率・流動性が高い 裏付資産のレバローン

CLOは「Collateralized Loan Obligation」の略であり、「ローン担保証券」と訳されることが多い。CLOは主として、多数（200〜300社程度）の企

業向け貸出債権に裏付けられた証券化商品である。主な裏付資産である貸出債権は一般的にレバレッジド・ローン（レバローン）と呼ばれ、格付が投機的水準の企業向けの債権である。レバローンの主な資金使途はM&AやLBO等であり、利率

に適用されるスプレッド（LIBORに対する上乗せ幅）は150bp以上であることが多い。レバローンは通常、借入企業の資産に対する第一順位の担保権によって保全されている。借入企業の資本構成におけるシニア有担保債務であるため、回収率

が高い点に特徴がある。格付会社が公表するデータを見ても、回収率の過去平均は7割弱〜8割程度とハイイールド債（同5割未満）と比較して高い。また、裏付資産であるレバローンは市場で流通しており、米国のローンの業界団体であるLSTAによると、2018年の月間売買量は500億〜750億^{ドル}程度と流動性のある資産である。次に、近年発行されている一般的なCLOの仕組みについて説明する。CLO発行体は倒産隔離された特別目的事業体であ



みずほ証券
チーフ証券化
アナリスト

山下 彰

CLOが膨らませる レバレッジド・ローン市場の脆弱性 金融当局によるCLO最終投資家の 実態把握が重要

国際通貨基金（IMF）による最新の「国際金融安定性報告書」（GFSR）（注）が示しているように、近年の潤沢な流動性を背景に、投資家がより質の低い資産を許容する傾向が強まっている。信用サイクルが成熟しつつあるなか、レバレッジド・ローン市場の現在の規模を考えると、もし仮に同市場が破裂した場合には、大きな経済的影響が生じるおそれがある。

国際通貨基金 金融資本市場局

局長 兼 金融顧問

トビアス・エイドリアン

局次長

ファビオ・ナタルッチ

金融セクターエキスパート

トーマス・ピオンテック

シニア金融セクターエキスパート

横山 明彦

投資家の利回り狩りと 債務の「質」の悪化

レバレッジド・ローンとはダブルB格以下の企業向け貸出債権であり、その債権は市場で取引される。このレバレッジド・ローン市場が近年、行き過ぎつつある兆候を示している。低金利、低ボラティリティーの環境下で投資家は利回りの追求を続け、従前であれば避けていたような高水準の信用リスクや流動性リスクを許容するようになっていたためだ。過去10年にわたって、資金調達コストが有利であったことも、投機的格付け企業による資金調達（債務）の増加、つまりレバレッジド・ローン市場を急速に拡大させた。

世界のレバレッジド・ローン発行額は、リーマンショック前の2007年が7620億^{ドル}だったが、17年にはこの金額を塗り替えて史上最高の7880億^{ドル}に達した。そして全世界の発

行額のうち、約75%を米国市場が占めている。さらに米国では、新規のレバレッジド・ローンの53%を、高債務を抱えた投機的格付け企業（EBITDAに対する債務の比率が5倍を超える企業）が占めている。この比率は金融危機前のピークでも44%だった。資金調達コストの低下や投資家の旺盛な利回り追求を背景に、投機的格付け企業の債務規模が拡大した。

加えて、レバレッジド・ローンは、課されるコベナンツが緩い、損失吸収能力が低いなど、投資家保護が十分でなくなってきた。さらに、より監視困難な非価格面での条件緩和も見られる。例えば、コベナンツが厳格でないために借手による利益予測の水増し（EBITDAアドバック）が可能だった例もあるとされ、それが事実ならばレバレッジ比率（債務総額対EBITDA）は過少評価されていることになる（図表1）。