

米国クレジット市場の最近の動向について

金融市場局 寒川宗穂太郎、助川卓也、小川佳也

Bank of Japan Review

2019年3月

本稿では、米国クレジット市場の現状評価を行うにあたり、レバレッジドローン・CLO市場やBBB格社債市場など、低格付け企業の債務の動向に焦点を当て整理を行った。いずれの市場でも、総じてみれば緩和的な金融環境などを背景に、これまで借り手優位な資金調達が続いてきた。その結果として、低格付け企業の債務残高が増加し、クレジットの質の低下を示唆する動きがみられている。こうしたなか、先行き何らかのショックが生じ、企業の格下げやデフォルトが増加に転じる場合には、企業部門全体のバランスシート調整圧力が高まる可能性には留意する必要がある。

はじめに

近年の米国クレジット市場の動向をみると、資金調達サイドに有利な環境が続くなかで、低格付け企業の債務増加が目立っており、一部の市場参加者からは、同市場の調整リスクに言及する声が聞かれている。債務増加の内訳をみると、伝統的に「炭鉱のカナリア」として注目を集めることが多かった、BB格以下の投機的格付け社債（High Yield社債：以下、「HY社債」）の残高は、さほど増加していない。この点、最近の米国クレジット市場の動向を理解するうえでは、以下の2つの特徴点を踏まえて考察する必要がある。

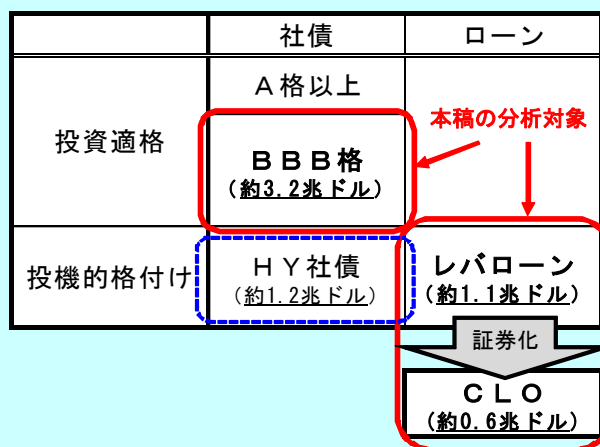
第一に、投機的格付け企業向けを中心とした貸付であるレバレッジドローン<sup>1</sup>（以下、「レバローン」）の残高が大きく増加しており、同ローンを裏付資産としたCLO<sup>2</sup>の発行も高水準になっている。第二に、投資適格社債（Investment Grade社債：以下、「IG社債」）のなかで、最低位にあるBBB格の残高増加が目立っている。BBB格社債は、HY社債よりも信用リスクは低いが、市場残高は極めて大きい。そのため、仮に格下げが発生すれば、市場残高が大きいだけに、その影響も大きくなる。

これらの点を踏まえると、米国のクレジット市場の動向を評価するうえでは、HY社債に加えて、レバローン・CLOやBBB格社債の動向について

把握することの重要性が増している。実際、海外当局者の間でも、これらの市場の動向やリスクについての議論が活発となっている<sup>3</sup>。また、昨年10月以降には、投資家のリスクセンチメント悪化を主因に、これらの市場で振れの大きな動きがみられる場面もあったため、市場参加者の注目度はより高まっている。

そこで、本稿では、こうした最近の米国クレジット市場の特徴点である、レバローン・CLOやBBB格社債など低格付け企業の債務の動向について考察を試みる（図表1）。

【図表1】本稿の射程



(注) 括弧内は2018年末時点の残高。「レバローン」はS&P/LSTA Leveraged Loan Indexの、「BBB格」および「HY社債」はICE Data Indicesが算出する指数の構成銘柄。

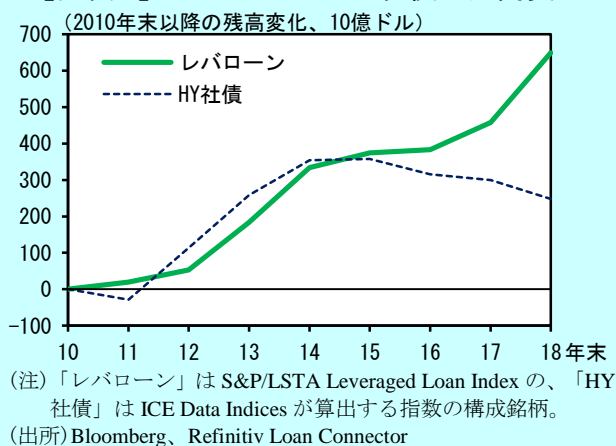
(出所) Bloomberg、Refinitiv Loan Connector

## レバレッジドローン・CLO 市場の動向

### (レバレッジドローン・CLO の残高増加)

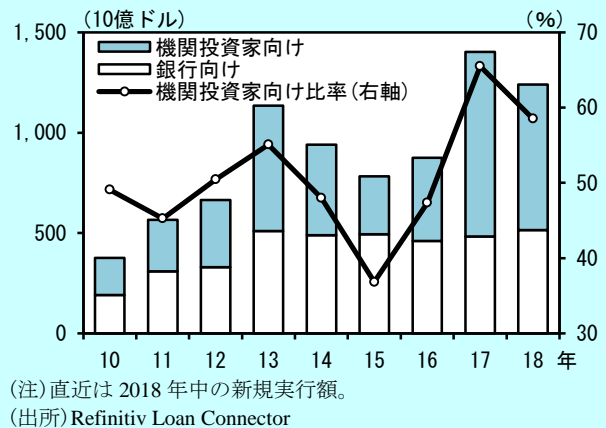
まず、BB 格以下の投機的格付け企業向けローン市場の動向について整理する。これまで、投機的格付け企業の資金調達ニーズは、良好な資金調達環境となるなか、米国内での M&A 案件の増加などから、旺盛な状況が続いてきた。企業の資金需要が全体として増加するなか、資金調達手段としては、2015 年以降は HY 社債よりもレバローンを通じた調達が増加している (図表 2)。これは、投資家にとって、米国の政策金利引き上げ (2015 年 12 月以降) に伴う金利上昇リスクに対応する観点から、変動金利商品であるレバローンが HY 社債よりも選好された点などが主な要因として指摘されている。

【図表 2】レバローン・HY 社債の残高変化

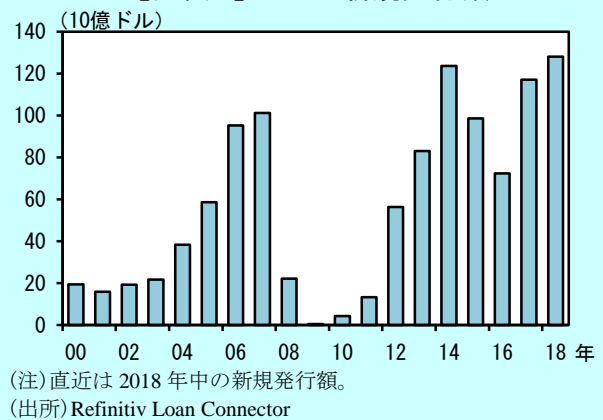


このように急拡大しているレバローン市場をより仔細にみると、機関投資家向けに組成されるローンの増加が市場の拡大を牽引していることが確認できる (図表 3)。こうした背景として、機関投資家向けレバローンの半分程度を保有するとされる CLO への投資家需要の高まりが指摘されている。実際、2018 年の米国 CLO の新規発行額は既往最高となった (図表 4)。投資家からみると、CLO は、変動金利商品中心であることに加え、裏付資産であるレバローンの比較的高い利回りを背景に、一定のスプレッドを確保できることや、金融危機以降、上位トランシェの安全性などにより配慮した商品構造となっていること<sup>4</sup>などが魅力となっている。このため、銀行・保険・年金勢に加え、アセットマネジメントやヘッジファンドなど多様なグローバル投資家が資金を投じている (図表 5)。

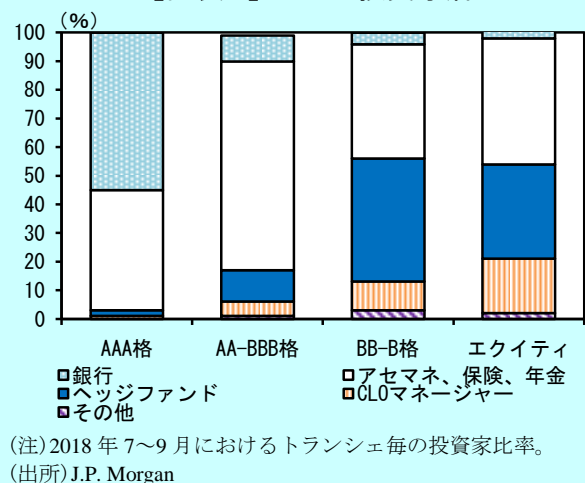
【図表 3】レバローンの新規実行額・内訳



【図表 4】CLO の新規発行額



【図表 5】CLO の投資家層

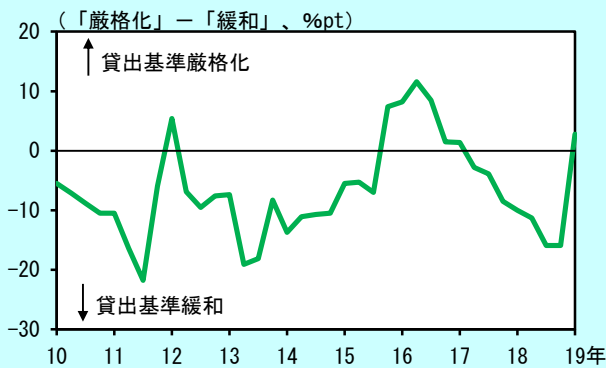


### (クレジットの質の低下)

市場規模が拡大するなか、レバローン市場では、これまで借り手優位な資金調達環境となっていた。まず、FRB によるサーベイ調査をもとに米国銀行の貸出基準 (大企業・中堅企業向け) を確認すると、足もとやや一服感もみられるが、これまで貸出基準の緩和が続いてきた (図表 6)。こうした貸出基準の緩和が、レバローン市場においても

同様に生じていたとの声が聞かれている。

【図表 6】米国銀行の貸出基準

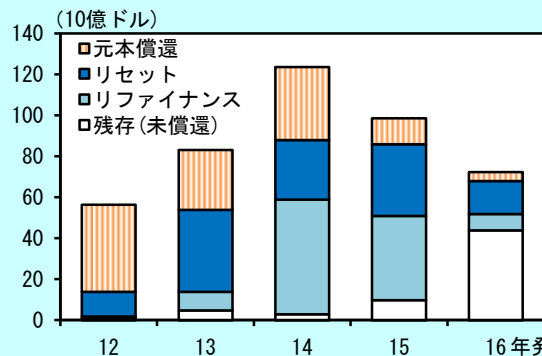


(注)FRB による銀行融資担当者へのサーベイ調査ベース。大企業・中堅企業向けの商工業融資について、貸出基準を3か月前対比「厳格化」の回答比率から「緩和」の回答比率を差し引いたもの。直近は2019年1月調査。

(出所)FRB "Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices"

加えて、CLO に対する投資家需要の高まりが、借り手優位な状況に拍車をかけていたと思われる。具体的には、既発行のCLOによる再投資<sup>5</sup>が継続するも、CLOの新規発行が大きく増加したため、レバローンの獲得で競合が生じていたと考えられる。この点、既に再投資期間に入っているCLOについて、「リファイナンス取引」や「リセット取引」<sup>6</sup>が目立っているが、これらの取引の活発化は、スプレッドやその他の条件面で、CLOの組成時に想定していたローンの獲得が難しくなっている可能性を示唆している(図表7)。

【図表 7】リファイナンス・リセット取引



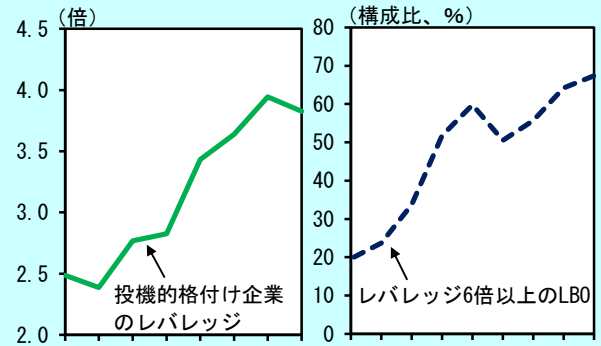
(注)各年に新規発行されたCLOの2018年9月末時点の状況。「残存(未償還)」は、元本が未償還で、組成時の契約条件等にも変更のないもの。「元本償還」は図表4の新規発行額からその他の項目を除いて算出。

(出所)シティグループ証券、Refinitiv Loan Connector

こうした借り手優位な環境を受け、レバローン市場では、クレジットの質や投資家のリスク認識の低下を示唆する動きも窺える<sup>7</sup>。実際、BB格以下の投機的格付けの企業のレバレッジは上昇傾向にあるほか、レバローンを活用した企業買収に

おいても、レバレッジの高い案件が増加している(図表8)。加えて、機関投資家向けのレバローンのうち、第二抵当権付きローン実行額も増加しているほか、コベナントライト・ローン<sup>8</sup>の比率も上昇しており、デフォルト発生時のローン保有者の回収率が過去対比で低くなる可能性も指摘されている(図表9、10)。

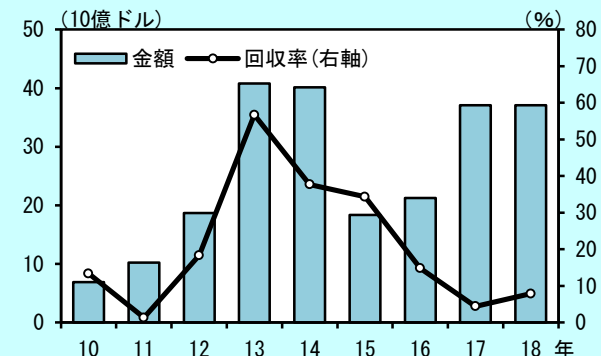
【図表 8】レバローン対象企業のレバレッジ



(注)左図は、ICE Data Indices が算出するHY社債指数の構成銘柄のうち、2008年以降の財務指標を取得可能な企業のレバレッジ(純債務/EBITDA)の中央値。右図は、LBO(レバレッジド・バイアウト)取引のうち、買収時におけるレバレッジが6倍以上の取引の比率で、直近は2018年中の計数。

(出所)Bloomberg、Refinitiv Loan Connector

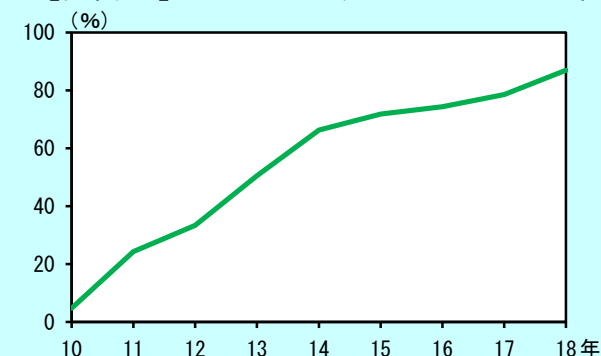
【図表 9】第二抵当権付きレバローン



(注)「回収率」は各年のデフォルト発生事例における、第二抵当権付きレバローンの平均回収率。直近は2018年中の計数。

(出所)J.P. Morgan、Refinitiv Loan Connector

【図表 10】コベナントライト・ローン比率



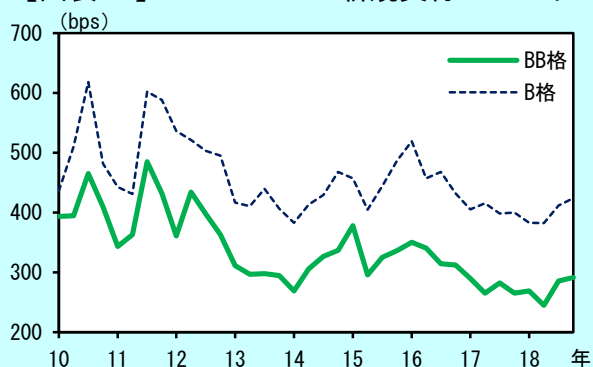
(注)レバローンの新規実行額(機関投資家向け)に占めるコベナントライト・ローンの比率。直近は2018年中の計数。

(出所)J.P. Morgan

さらに、一部の市場参加者からは CLO のマネージャーによるリスクテイク姿勢が強まる可能性を指摘する声も聞かれている。CLO のマネージャーは、デット部分の安全性を損なわない契約の範囲内で運用を行いつつ、エクイティ投資家からは、エクイティのリターンを高める行動が求められる。そのため、レバローン獲得の競合などにより、投資家が要求しているスプレッド確保などに苦勞する場合には、商品が満たすべきクオリティ<sup>9</sup>は確保したうえで、より低格付けのレバローンの組入比率の引き上げなどによって、リターン向上を図るインセンティブが存在する点などが指摘されている<sup>10</sup>。

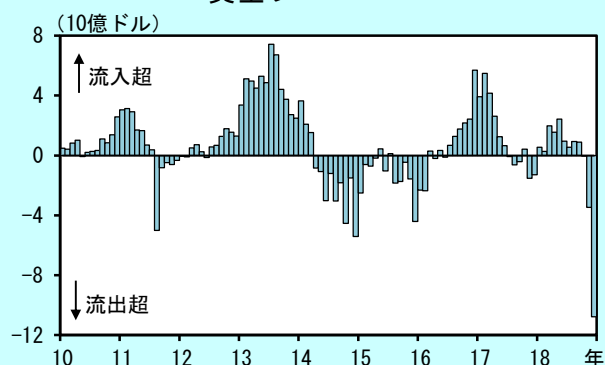
このようにクレジットの質の低下を示唆する動きがみられるなかでも、レバローンのスプレッドは、ここ数年、総じてみれば低下傾向で推移してきた（図表 11）。もっとも、足もとでは、米中間の通商問題等を巡る不透明感などを受けた投資家のリスクセンチメントの悪化や、米国の政策金利引き上げペースが鈍化するとの見方を受けた、投資家にとっての変動金利商品としてのメリットの低下から、スプレッドは幾分拡大している。こうしたなか、CLO よりも換金性の高いバンクローン・ファンド（レバローンの約 15%を保有）から、大規模な資金流出がみられる場面もあった（図表 12）。こうした動きについて、投機的格付け企業のファンダメンタルズは、総じてみれば、足もとで悪化しているわけではないため、基本的に、投資家のリスクセンチメント悪化などに伴う一時的な調整と考えられる。しかし、レバローンの質の低下などを投資家が意識し始めた可能性もあるため、今後の動向については注視する必要がある。

【図表 11】レバローンの新規実行スプレッド



(注) 四半期平均。直近は 2018 年 10 月～12 月。  
(出所) Refinitiv Loan Connector

【図表 12】バンクローン・ファンドの資金フロー



(注) 直近は 2018 年 12 月 (12/26 日まで)。

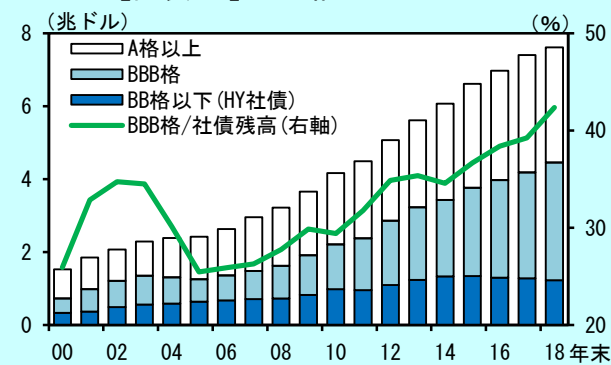
(出所) EPFR Global

## BBB 格社債市場の動向

### (BBB 格社債の残高増加とレバレッジ拡大)

次に、BBB 格社債市場の動向について整理する。BBB 格企業が発行する社債の構成比率は、これまでの良好な発行環境などを背景に上昇し、足もとでは米国社債市場全体の 4 割強にまで達している（図表 13）。

【図表 13】BBB 格のプレゼンス



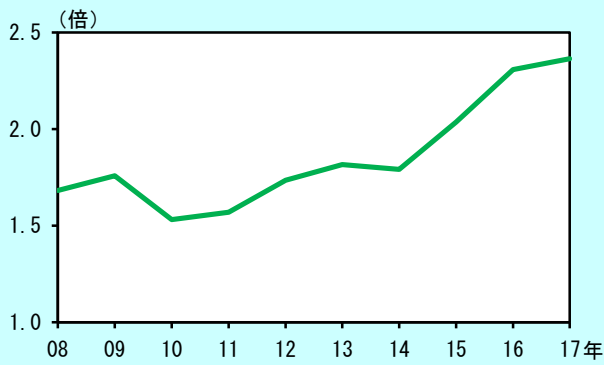
(注) ICE Data Indices が算出する指数の構成銘柄。

(出所) Bloomberg

BBB 格社債の残高が増加している背景には、発行体数の増加に加え、発行体企業が積極的にレバレッジを拡大させてきたことが挙げられる。実際、1 発行体あたりの社債発行残高は過去 10 年間でおよそ倍増しており、BBB 格企業のキャッシュフロー (EBITDA) 対比でみたレバレッジは、金融危機以降ほぼ一貫して上昇している（図表 14）。

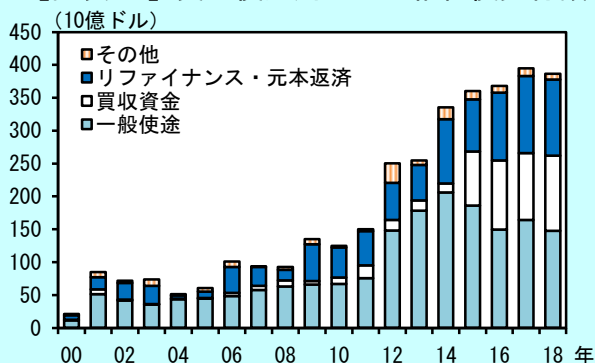
なお、BBB 格企業が発行した社債の資金使途をみると、近年は一般使途（設備投資向けなど）が減少する一方で、買収資金 (M&A 向け) の資金調達が増加している（図表 15）。

【図表 14】 BBB 格企業のレバレッジ



(注) レバレッジ(純債務/EBITDA)の中央値。集計対象は、ICE Data Indices が算出する BBB 格社債指数の構成企業のうち、2008 年以降の財務指標を取得可能な企業。直近は 2017 年。  
(出所) Bloomberg

【図表 15】 資金使途別の BBB 格社債発行額



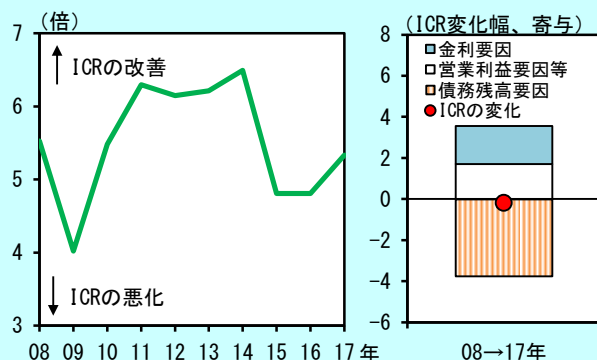
(注) 米国で新規発行された BBB 格社債を資金使途別に集計。直近は 2018 年中の発行額。  
(出所) Dealogic

(収益・金融環境の変化に伴う格下げリスク)

こうしたレバレッジの拡大にもかかわらず、市場では、BBB 格企業の財務はこれまで比較的安定していたとみられているようである。この要因としては、緩和的な金融環境や堅調な実体経済を背景に、企業収益対比でみた実質的な利払い負担が抑制されてきたことが挙げられる。実際、米国 BBB 格企業の ICR (営業利益/支払利息) は、2017 年の時点で、金融危機前の水準から概ね横ばいとなっている。もっとも、その変動要因をみると、債務残高増加に伴うレバレッジの上昇を相殺するように、支払金利の低下と営業利益の増加が作用してきたことが確認できる (図表 16)。

しかし、米国の政策金利引き上げにより、金利水準はそれまでの低金利環境と比べ高まっており、企業債務の借り換えが進むにつれて、先行きは金利負担が徐々に増加していく可能性がある。

【図表 16】 BBB 格企業の ICR の変化



(注) 集計対象は図表 14 と同一。右図は、ICR の前年差を、①債務残高の変動、②支払金利の変動、③営業利益の変動および推計誤差等に要因分解し、2008 年から 2017 年まで累計したもの。営業利益は、利払前・税引前利益 (EBIT)。債務残高、営業利益の増減は GDP デフレーターにより実質化。  
(出所) Bloomberg

また、BBB 格社債の発行体企業の業種別構成比をみると、「エネルギー」や「素材・資本財」などといった、原油価格や世界景気の動向に売上・収益が連動しやすい業種のウェイトが高い点が特徴である (図表 17)。

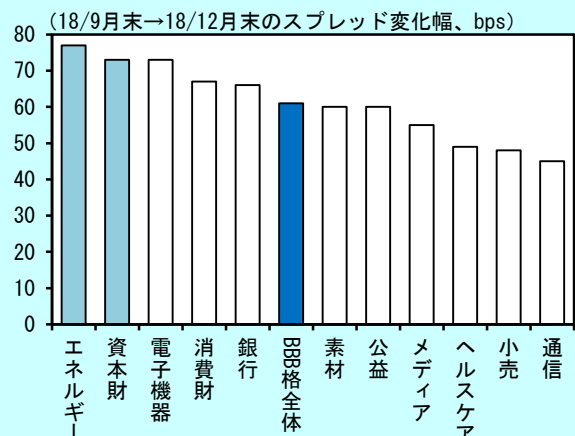
そのため、市場では、原油価格の下落などが発行体の企業収益に及ぼす影響について警戒する声が聞かれている。実際、BBB 格の社債スプレッドをみると、昨年 10 月以降の軟調な原油価格や、米中間の通商問題等を巡る不透明感などを背景に、投資家のリスクセンチメントが悪化し、エネルギーや資本財関連企業を中心に拡大する場面もあった (図表 18)。

【図表 17】 BBB 格社債の業種別構成比

	BBB 格		IG社債全体 (%)
	BBB 格	「BBB-」格	
エネルギー	14	27	11
素材・資本財	13	12	9
銀行	11	5	23
ヘルスケア	9	8	8
消費財	8	8	6
通信	8	4	4
公益	7	4	8
その他	30	31	30

(注) 2018 年末時点。ICE Data Indices が算出する指数の構成銘柄を業種毎に集計。  
(出所) Bloomberg

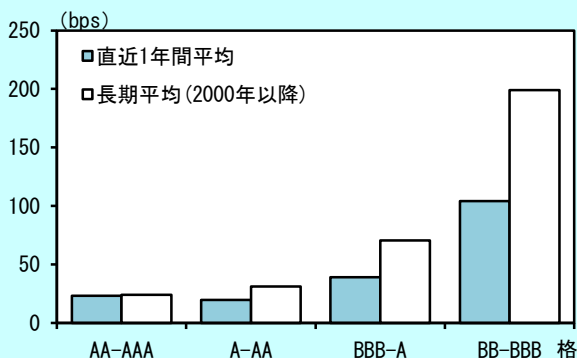
【図表 18】業種別のスプレッド変化



(注)ICE Data Indices が算出する BBB 格社債指数に占めるウェイトが 4%以上の業種の、2018 年 9 月末から 12 月末までのスプレッド変化幅。  
(出所) Bloomberg

このように、経済・金融環境の変化に伴い、緩和的な金融環境や良好な企業収益など、これまで ICR の改善に寄与してきた要因が剥落した場合、ICR の悪化などを通じて、BBB 格企業が投機的格付けに格下げされる可能性は高まると考えられる。仮に投機的格付けに格下げとなると、スプレッドは非連続的に拡大する可能性もある<sup>11</sup> (図表 19)。

【図表 19】格付け間のスプレッド差



(注)ICE Data Indices が算出する米国社債流通スプレッドの格付け毎の差(対象は残存 3~5 年)。直近は 2018 年末。  
(出所) Bloomberg

そして、投機的格付けへの格下げが生じる場合には、BBB 格企業の債務残高が大きく増加していることを踏まえると、格下げとなる残高も大きくなると考えられる。

## おわりに

本稿では、近年拡大が続いてきた米国クレジット市場について、残高の増加が目立つ投機的格付

け企業のレバローン市場、同ローンを裏付資産とした CLO 市場と BBB 格の社債市場の動向について整理を行った。いずれの市場でも、総じてみれば緩和的な金融環境が維持されるもとの、投資家需要の高まりなどを背景に、これまで借り手優位な資金調達が続いてきた。その結果として、低格付け企業の債務残高は増加を続けてきたほか、クレジットの質の低下を示唆する動きもみられている。

低格付け企業の債務残高の増加やそのクレジットの質の低下は、そのみを以て即座に企業のデフォルトリスクなどを高めるとまでは言えない。しかし、何らかのショックが生じ、企業のファンダメンタルズが悪化した場合や投資家のリスク認識が大きく変化した場合などには、クレジット市場におけるリプライシングの動きを通じて、企業部門全体のバランスシート調整圧力を高める方向に作用する可能性には留意する必要がある。そのため、米国クレジット市場における低格付け企業の債務の動向について、引き続き丁寧にモニタリングしていくことが重要と考えられる。

<sup>1</sup> 一般に、借り手が BB 格以下の投機的格付けであるローンを指す。なお、通常は、複数の金融機関(銀行・機関投資家)によるシンジケートローンとして組成されるものを指し、相対取引によるローンは除くことが多い。

<sup>2</sup> Collateralized Loan Obligation (ローン担保証券)の略で、レバローンを裏付資産とする証券化商品を指す。

<sup>3</sup> 米国では、2018 年 11 月の連邦公開市場委員会(FOMC)の議事要旨において、「数人(several)の参加者は、非金融セクターの高水準の債務、とりわけ高水準のレバローンが、信用の急激な収縮に対する経済の脆弱性を高めており、何らかの負のショックが経済活動に与える影響を増幅し得る点に懸念を示した」との言及があるほか、同月公表の金融安定報告書(Financial Stability Report)では、レバローンの信用基準(credit standards)が悪化している点などについて言及している。このほか、国際決済銀行(BIS)やイングランド銀行(BOE)など、各国の中央銀行や金融当局も同様の情報発信を行っている。

<sup>4</sup> CLO の商品構造について、金融危機前後でやや違いが生じており、市場では、金融危機前に発行された CLO を「CLO1.0」、危機後に発行されたものを「CLO2.0」と呼ぶ。CLO は、金融危機時にも、最上位トランシェではデフォルトは発生しなかったが、他の証券化商品同様に大幅に売り込まれた。こうした金融危機の経験を経て、格付機関の格付基準が厳格化されたこともあり、CLO2.0 では、一般に、第一抵当権付きローンの構成比率上昇や再投資期間の短縮化など、質の向上が図られている。

<sup>5</sup> CLO の商品特性として、2 年程度のノンコール期間(CLO 発行体による繰り上げ償還が禁止される期間)の終了後、裏付資産であるレバローンの償還分を再投資して、商品構造を維持する(再投資期間に入る)ことが一般的となっている。すなわち、CLO は、組成時点における裏付資産が償還時まで固定されているわけではなく、再投資期間などにおいて、裏付資産の構成が変化するという特徴を持っている。

<sup>6</sup> リファイナンス取引とは、既存の CLO を額面償還させ、負債

部分の各トランシェの利率（スプレッド）を変更したうえで、年限・再投資期間等の条件は同じ CLO を新たに組成することを指す。同取引は、一般的に、市場におけるレバローンのスプレッドが CLO の発行当初と比べ縮小している局面で、負債部分の各トランシェへの利払い負担の減少（エクイティ投資家への配当原資となる残余キャッシュフローの増加）を企図して行われることが多い。リセット取引とは、負債部分の利率だけでなく、CLO の年限・再投資期間等の条件も一部変更されるものを指す。

<sup>7</sup> BOE では、近年のレバローン市場の急速な拡大を踏まえ、金融危機前の米国サブプライムローン市場との比較を、それぞれの証券化市場の動向も含めて行っている。具体的には、両市場の類似点として、市場残高やその拡大ペースのほか、与信基準の緩みなどに言及している。他方で、重要な相違点として、足もとのレバローン・CLO 市場では、①レボ等の短期資金調達に依存した保有構造となっていない点、②シンセティック型の証券化（デリバティブ商品を裏付資産とする証券化）や、証券化商品の再証券化といった、複雑な証券化商品が限定的である点、③業種による分散が効いた証券化商品となっている点などを挙げている。詳細は、次の資料を参照。

Bank of England, "Record of the Financial Policy Committee Meeting on 3 October 2018," October 2018.

Bank of England, "Financial Stability Report," November 2018.

<sup>8</sup> 一般に、借り手に課されるコベナンツ（レバレッジの上限や特定資産の売却・譲渡の禁止等を規定する財務制限条項など）が緩和あるいは免除されているローンを指す。

<sup>9</sup> 再投資期間などにおけるローンの組み換えによる裏付資産の信用力悪化を防ぐために、CCC 格のローンの組み入れ上限や、裏付資産の平均的な格付け等に一定の基準が設けられている。

<sup>10</sup> モラルハザード抑制のため、米国では、いわゆる「ドット・フランク法」を根拠法とするリスク・リテンション規制に基づき、証券化に際して、証券化実施者（Securitizer）は信用リスク（額面）の5%を保有することが義務付けられている。ただし、米国では、一般的なオープンマーケット CLO の運用マネージャーについて、同規制の適用対象とならない旨の控訴審判決（2018年2月）も存在する。

<sup>11</sup> 投機的格付けへの格下げに伴いスプレッドが非連続的に拡大しやすい背景としては、信用リスクの悪化に加え、IG 社債を対象とするインデックスからの除外や、IG 社債と HY 社債の投資家層の違い（HY 社債への投資に制限を設けている機関投資家からの機械的な売却等）に伴う需給の悪化も挙げられる。

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、日本銀行金融市場局総務課市場分析グループ（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、<http://www.boj.or.jp> で入手できます。