

本邦金融機関の海外クレジット投融資の動向 —日本銀行と金融庁の合同調査を踏まえた整理—

Bank of Japan Review

日本銀行金融機構局

金融庁監督局

2020年6月

近年、米欧では、レバレッジド・ローンと、これを裏付け資産とする証券化商品である CLO の市場が拡大しており、本邦金融機関による保有残高も拡大してきた。昨年来、日本銀行と金融庁は、本邦金融機関におけるこうした海外クレジット投融資の実態についてきめ細かく把握し、金融機関における適切なリスク管理を確保するとともに、その金融安定面への影響に関する適正な評価の共有を図ることを目的として、合同調査を行っている。本稿では、初回調査の結果に基づき、特にエクスポージャーの大きい大手行の投融資の規模や特徴について整理を行った。

はじめに

近年、世界的に企業の債務残高は増加を続けてきたが、米欧では特に、相対的にレバレッジが高く信用力の低い企業向けの貸付であるレバレッジド・ローン（レバローン）と、これを裏付け資産とする証券化商品である CLO（Collateralized Loan Obligation）の市場が早いペースで拡大してきた。こうした下で、長引く国内低金利環境に直面する本邦金融機関は、利鞘確保のため、海外での貸出や海外クレジット商品への投資を積極化してきた。なかでも近年は、レバローンや CLO の保有残高を拡大してきた。

レバローンおよび CLO の市場拡大を巡っては、ファンドなどのノンバンクが投資家として大きな役割を果たしていることなどから、その金融安定面への影響に対する国際的な関心が各国中央銀行・規制当局を中心に高まってきていた¹。

こうしたもとで、日本銀行と金融庁は、本邦金融機関による海外クレジット投融資の実態について母国当局としてきめ細かく把握し、金融機関における適切なリスク管理を確保するとともに、その金融安定面への影響に関する適正な評価の共有を図ることを目的として、昨年末にかけて「海外クレジット投融資調査」を実施した。その際、各業態においてエクスポージャーの大きい先との間では、直接的な対話の場を設けて、実情の把握と認識の擦り合わせに努めた。

本年入り後、海外クレジット市場は、新型コロナウイルス感染症の拡大の影響から、3 月半ばにかけて一時大きく調整したが、各国政府・中央銀行の政策対応を受けて、足もとは幾分落ち着きを取り戻している。

本稿では、この初回調査で明らかになった本邦金融機関の海外クレジット投融資の規模や特徴について、残高の大きい大手行を中心に整理した上で、レバローンおよび CLO の投融資にかかるリスク管理上の留意点についても触れる。

「海外クレジット投融資調査」の概要

本調査は、金融庁監督局および日本銀行金融機構局による合同調査として、大手行・地域銀行・信用金庫・証券会社・保険会社など、約 400 先に及ぶ幅広い金融機関の協力を得て業態横断的に実施した（図表 1）。

調査に当たっては、リスク・プロファイルを仔細に把握する観点から、業態毎の取組み状況に即した調査項目を設けた。例えば大手行の融資については、融資先のレバレッジ比率²別や、M&A 等の資金使途別の残高について報告を受けたほか、コミットメントラインの総枠や未引出額についても確認した。また、投資については、社債、CLO、バンクローン・ファンドなどプロダクト別の残高に加え、対象プロダクトの格付別、会計上の保有目的区分別の内訳等についても報告を受けた。

【図表 1】 調査の概要

| | |
|---------|---|
| 対 象 先 | 大手行、地域銀行、信用金庫、証券会社、保険会社など約400先 |
| 対 象 期 間 | 2015年度から4年間（年度末残高） |
| 対象投融資 | 外貨建ての融資および実質的なクレジットリスクの帰属先が海外である投資 |
| 調 査 期 間 | アンケート調査は2019年8～9月に実施。ヒアリングは同年10～12月に実施。 |

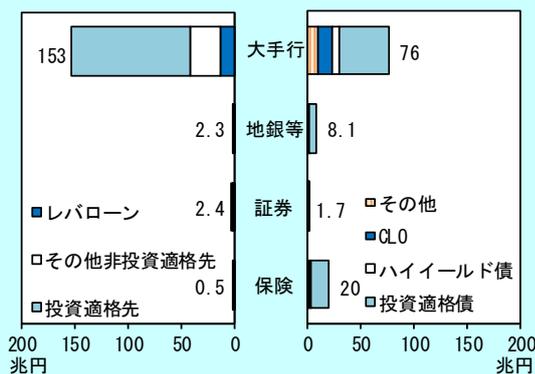
(注) 対象期間や調査期間は、業態により一部異なる。

調査結果の全体観

以下では、まず調査結果の全体像を概観した後、対象を大手行に絞ったうえで、融資（特にレバローン）、投資（特にCLO投資）の順に、より詳しく見ていくこととする。

本邦金融機関における2019年3月末時点の海外クレジット投融資残高は、融資が約160兆円、投資が約100兆円であった（図表2）。これを業態別にみると、融資・投資のいずれについても、大手行³が大きな割合を占めており、他の業態に関しては、大手行に比べて残高が僅少であることが分かった。

【図表 2】 本邦金融機関の業態別の海外クレジット投融資残高（左図：融資、右図：投資）

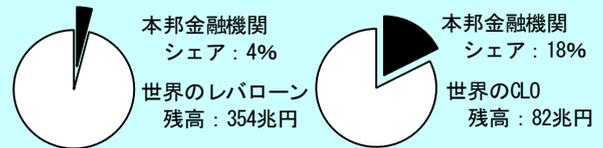


(注) 2019年3月末時点。地銀等には、信用金庫やネット銀行等を含む。融資には、未引出しのコミットメントライン（融資枠）を含む。地銀等は、投資信託を通じた保有分を含まない。

内訳をみると、融資・投資いずれについても、投資適格企業向けのエクスポージャーが約7割と大部分を占めているが、レバローンを含む非投資適格企業向けの融資や、そうした非投資適格企業向け融資を裏付けとする証券化商品であるCLO

への投資、非投資適格企業の社債であるハイイールド債への投資なども3割程度を占める。CLOについては、グローバルな市場における本邦金融機関のシェアが2割弱に達しているとみられる⁴（図表3）。

【図表 3】 グローバル市場における本邦金融機関のシェア（左図：レバローン、右図：CLO）



(注) 本邦金融機関の投融資残高は2019年3月末時点。世界のレバローン・CLO残高は2018年末時点（それぞれBOE、FSBによる推計値）。

(出所) 日本銀行、BOE、FSB

大手行によるレバローンの保有動向

（レバローンの定義）

「レバローン」は、先述の通り、「相対的にレバレッジが高く信用力の低い企業向けの融資」を指す用語であるが、厳密な意味で統一された定義は存在しない。米欧の監督当局は、レバローンに関するガイダンス⁵の中で、「レバレッジ比率4倍超の企業向け融資」と、主にレバレッジに着目して定義している（図表4）。他方、非投資適格企業向けのシンジケートローンが「レバローン」と呼ばれるように、主に信用力に着目する定義も見受けられる⁶。今回の調査では、米欧の監督当局の定義を参考に、レバレッジ比率4倍超の融資について幅広く調査対象としたが、本稿では、そのうち「レバレッジ比率4倍超かつ非投資適格企業向け融資」を「レバローン」と定義する。

【図表 4】 レバローンの定義

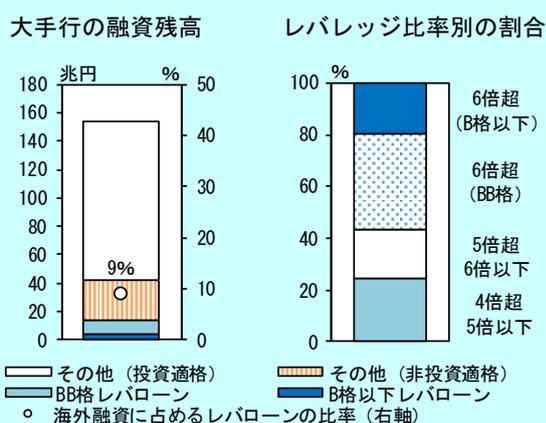
| 項目 | FRB/FDIC/OCC | ECB | S&P | 海外クレジット投融資調査（本稿） |
|---------|------------------|--------------------|--|------------------|
| 格付け | — | 原則 非投資適格級 | 非投資適格級 | 非投資適格級 |
| レバレッジ比率 | 4倍超 | 4倍超 | — | 4倍超 |
| その他特記事項 | ・資金使途（買収関連等）も勘案。 | ・PEファンド等の出資の有無も勘案。 | ・シンジケートローンが対象。 ・投資適格級についてもスプレッド125bps以上は対象。 | — |

(出所) FRB、FDIC、OCC、ECB、S&P

(レバローンの残高)

2019年3月末時点の大手行の海外融資のうちレバローンの残高は1割程度の約14兆円であり、このうちBB格が約7割、B格以下が約3割であった(図表5)。融資先企業のレバレッジ比率別にみると、6倍超が6割弱、5~6倍が2割弱、5倍以下が2割強であった。

【図表5】大手行の海外融資残高

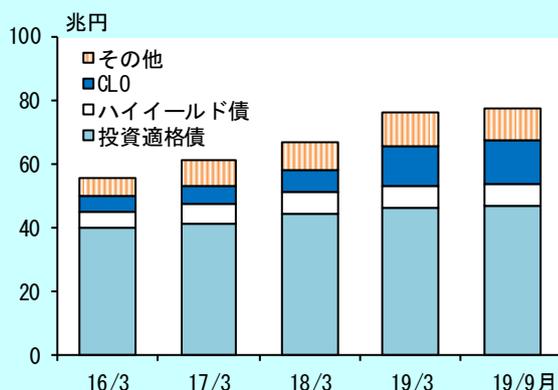


(注) 2019年3月末時点。オンバランス・オフバランスエクスポージャーの合計。格付は各金融機関の内部格付に基づく。右図は、融資先企業のレバレッジ比率別にみたレバローン残高の割合。

大手行によるCLO投資の動向

大手行による海外クレジット投資は、投資適格債が中心ながら、近年はそれ以外の投資商品の割合が徐々に高まっている。特に2019年前半にかけて、CLOを中心に残高が大きく伸びている(図表6)。

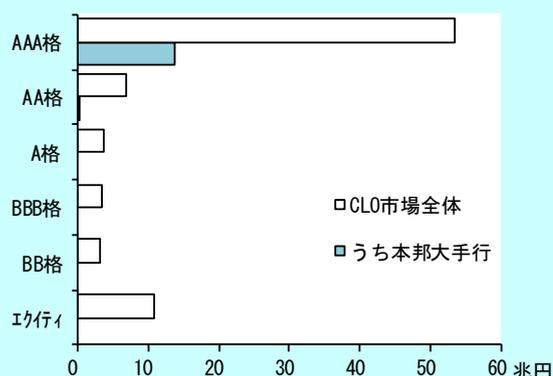
【図表6】大手行の海外クレジット投資残高



(格付別残高)

大手行の保有するCLOを格付別にみると、99%以上がAAA格トランシェに集中している点で特徴的である。これは、米銀の77%、英銀の50%強⁷⁾と比べても際立って高い水準である(図表7)。

【図表7】CLOの格付別市場残高と本邦大手行の保有残高



(注) 本邦大手行の投資残高は2019年9月末時点、世界のCLO市場全体の残高は2018年12月末時点。

(出所) 日本銀行、FSB、Creditflux “CLO-i”

CLOは、信用力が相対的に低い融資を裏付け資産とする証券化商品であり、市場残高が急速に拡大してきていたことから、リーマンショック前に同じく市場残高が急拡大し、その後の金融危機拡大の一因となった、サブプライムローンを裏付け資産とする証券化商品との類似性を指摘されることがある。もともと、①リーマンショック時に大きな損失に繋がったのはデリバティブを組み込んだ仕組みの複雑な再証券化商品(CDO、CDOスクエアード等)が中心であり、当時もAAA格のCLOについて元利払いが毀損した例はなかったことや、②リーマンショック時は、CDO等の証券化商品自体を担保とするレポにより投資資金を調達していた投資家が多く、証券化商品の価格下落が資金調達難、ひいては投売りに繋がりがやすかったのに対し、CLO自体を担保とするレポにより投資資金を調達している先は余り見られないことなどは、意識しておく必要がある。

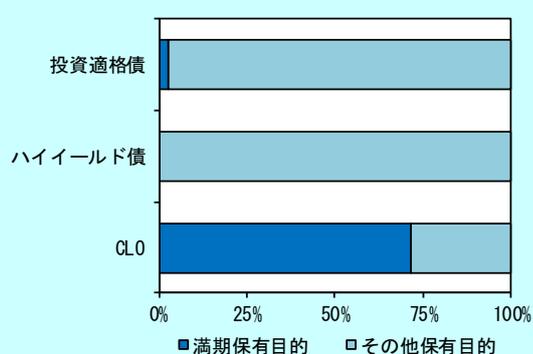
また、CLOの商品設計についても、リーマンショック以降、AA格以下のトランシェの割合(信用補完水準)が拡大している。このため、裏付け資産の一部でリーマンショックと同程度の信用力の劣化が生じた場合でも、AAA格部分の元利払いが毀損するリスクは、当時よりも抑制される構造となっている。また、後述するように、大手行ではCLOのリスク管理の一環として、裏付け資産ポートフォリオのデフォルト率や回収率に、リーマンショック並みかそれを上回る深度の危機を想定したストレスを与えてキャッシュフローを分析し、保有トランシェの元本毀損の可能性を確認している。従って、期中における時価評価額

の変動は相応に大きいものの、満期まで持ち切った場合の損失率は抑制されていると評価できる。

（保有目的区分別残高）

今般の調査においては、金融商品に関する会計基準に基づく保有目的区分も調査項目の一つとした。その結果、大手行の保有する CLO の約 4 分の 3 は、「満期保有目的」に区分されていることが確認された（図表 8）。この点、海外クレジット投資全体の大部分を占める投資適格債については、その殆どが、期中の売却も念頭に置いて「その他」目的に区分されていることとは対照的である。

【図表 8】 保有目的区分別の投資残高



（注）2019 年 9 月末時点。

CLO は株式や投資適格債に比べて相対的に市場流動性が低い商品であるため、取引価格が市場流動性プレミアムの影響を受けやすい。したがって、市場にストレスがかかった状況下で CLO 保有主体が売却を急いだ場合には、市場価格下落を増幅させるリスクも意識されている。この点、大手行では、CLO の多くを満期まで保有する意図を持って保有しており、大手行自身がそうしたスパイラル的な価格下落のきっかけを作る事態は、安定した外貨調達基盤が確保できている限り、生じにくいとみられる。

リスク管理の状況

（レバローンのリスク管理）

レバローンのリスク管理に関して、大手行では、企業規模や業種に応じた与信上限額の設定のほか、レバレッジ比率（企業の総負債／利益）やエクイティ比率の基準を設けるなど、レバローンに伴う信用リスクを抑制するための特別な融資基準を設けている先がみられる。このうち、レバレッジ比率については、近年、買収効果等を勘案し

た先行きの利益の増加を織り込むことで同比率を低く見積もる、いわゆる「アドバックス」を行う例もみられるが、大手行では、こうした不確実性の高い利益の増加見込みに対して一定の上限を設けるなどの調整を行い、保守的にレバレッジ比率を算出したうえで与信判断をしている先が多い。また、レバローンの中でもリスクの高い LBO ローン等や、一部の地域について、財務コベナントの妥当性等、融資規律を評価する基準を設け、この基準に抵触する案件を一定比率以下とする管理を行う先もみられる。

このほか、レバローンに付随する様々なリスクに関しては、例えば、引受にかかる時価変動リスクを適切に管理する観点から、ストレス時損失額を計算し、一定のリミット内に収まるよう残高をコントロールする先や、一定期間における価格下落率に応じて、与信管理面で取るべき対応を予め定めている先などもみられる。

（CLO のリスク管理）

CLO のリスク管理に関して、大手行では、外部格付を参照した投資基準（例えば、投資可能銘柄を AAA 格に限定する等の基準）を設けつつ、これとは別に自らストレステストを実施することで、投資トランシェの償還蓋然性を確認している。

具体的には、裏付け資産ポートフォリオのデフォルト率や回収率に、リーマンショック級の危機やそれを上回る深度の危機を想定したストレスを与えてキャッシュフローを分析することで、保有トランシェの元本毀損の可能性を確認している。また、裏付け資産の格下げや、業種分散、業種相関の強まりなどを踏まえたストレス分析を追加的に実施している先も多く、入口審査だけでなく、期中管理においても、ストレステストをリスクの定量把握に活用している。

米欧で CLO を運用するマネージャーは、2018 年時点で約 130 社に及んでいたとされる⁸。したがって、リスク管理に関しては、入口審査におけるマネージャー選定のためのデューデリジェンスの実施が第一歩となる。

この点、大手行では、投資銘柄を選定する際に、マネージャーの過去のパフォーマンス、金融危機時の運用実績、運用態勢、投資スタイル等に関するデューデリジェンスを実施している。また、特

定のマネージャーへの集中リスクを回避すべく、銘柄単位の管理だけでなくマネージャー毎に「名寄せ」を行った上で、マネージャーの分散を図っているほか、デューデリジェンス結果を踏まえてマネージャー毎の投資上限額を管理する取り組みを行っている。

リスク管理の次のステップとして、償還までの期中において裏付け資産のクオリティが適切に管理されるよう、マネージャーに対する牽制を働かせることが重要である。この点、大手行では、マネージャーに運用制約を課す「投資ガイドライン」について合意し、期中においては、同投資ガイドラインで定めたトリガーの抵触状況や、抵触時のポートフォリオのリバランス状況について、適切にモニタリングする態勢を確保するよう努めている。

銘柄毎の投資額に関しては、期中での売却を想定する場合、売却によって自ら市場を崩すリスクを回避する観点からも、銘柄毎の投資額を抑制することが一般的である。もっとも、満期保有目的でCLOを保有する場合には、むしろ特定銘柄のAAA格トランシェに集中的に投資して過半を確保することが、リスク管理上選好されているケースが広く確認された。これは、投資ガイドラインに関する調整や期中のモニタリングにおいて、マネージャーに対する強い交渉力を確保することを目的とするものである⁹。

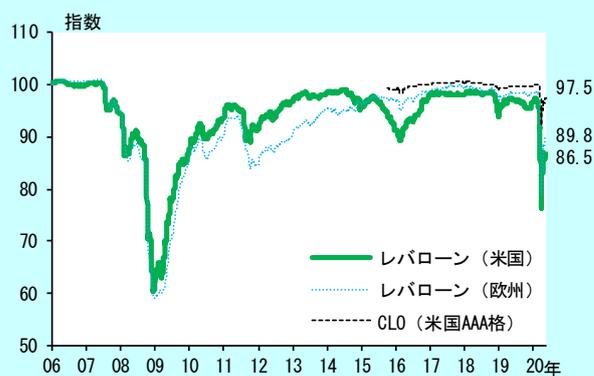
本年3月半ばのクレジット市場の調整局面でも、保守的な投資ガイドラインのもとで運用されるCLOほど、価格調整が相対的に小幅だったことが報告されている。

今後の留意点

本年入り後、海外クレジット市場は、新型コロナウイルス感染症の拡大の影響から一時大きく調整したが、各国政府・中央銀行の政策対応の効果もあって、足もと幾分落ち着きを取り戻している(図表9)。大手行においては、本年3月末時点で海外クレジット投資に伴う減損損失は発生しておらず、この間の評価損益の悪化についても、海外金利の低下による債券評価益の増加によって相当程度補われている。もっとも、感染拡大の今後の展開やそれに伴う実体経済への下押し圧力の強さ、持続期間を巡る不確実性は大きい。こ

うした状況下、大手行は海外クレジット投融资の拡大に関して、総じて慎重な姿勢にあるが、国内の収益見通しが厳しい中、先行き、環境の改善を見極められた場合には、改めて海外クレジット投融资に本格的に取り組むことが検討される可能性は十分にある。その際には、いわゆる二番底のリスクも十分に意識した慎重な検討が求められる。

【図表9】レバローン・CLO 価格



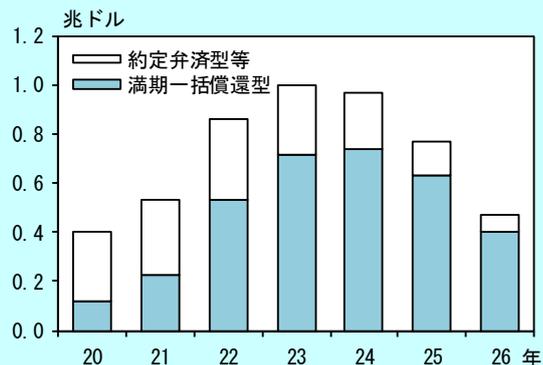
(注)「レバローン (米国)」は S&P/LSTA Leveraged Loan Index、「レバローン (欧州)」は S&P European Leveraged Loan Index、「CLO (米国 AAA 格)」は Palmer Square Price Index。直近は 2020 年 5 月 15 日。

(出所) Bloomberg

レバローンの融資先企業の財務状況を見ると、既述の通り、レバレッジが上昇傾向にあったほか、アドバックスを行う企業も増加していた。また、融資先企業に課される財務制限条項が緩和されたコベナントライトローンの比率が高まるなど、全般的にローンの質の劣化や注意を要するローンの増加がみられていた。そうした傾向も踏まえたうえで、新型コロナウイルスの感染拡大の影響が長期化した場合に備えて、適切な信用リスク管理に引き続き取り組むことが重要である。

また、レバローンのうち満期一括償還型のローン(いわゆるタームローンB)については、償還期に多額のリファイナンス(借換え)が成立することが重要となる。特に、シンジケートローン形態のものは、機関投資家の保有割合が高いが、こうした投資家の多くは市場性調達への依存度が高い上、レバローンの借り手との関係性も希薄であることから、今後、市場でストレスが再度強まる場合には、リファイナンスに応じることに慎重となる可能性がある。レバローンの市場全体の償還スケジュールをみると、2022~24年にリファイナンスが集中する格好となっている(図表10)。レバローンを保有する金融機関としては、可能な限り償還時期の分散を図ることも重要である。

【図表 10】レバローンの償還スケジュール



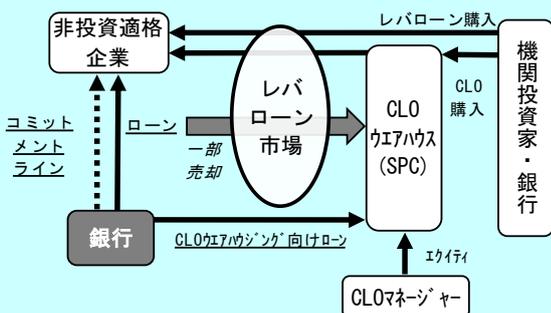
(注) 集計対象は、2015年1月から2020年3月の間に米欧で組成された非投資適格企業のシンジケートローン。リボルビングファンリティは除く。

(出所) Dealogic

加えて、大手行が海外で拡大しているエクスポージャーに起因するリスクを適切に管理する前提として、グローバルベースでポートフォリオの状況をタイムリーに把握できるよう、システム面も含め、管理態勢を構築することが重要である。

大手行は、レバローンを直接保有する以外にも、コミットメントラインの供与、他の銀行や投資家への売却を前提としたローンの引受、CLOの組成段階（投資家への販売開始までの間）のファイナンスを提供する CLO ウェアハウジング向けローンなど、様々な形でレバローンに関連するビジネスを行い、収益力の向上を図ってきた（図表 11）。

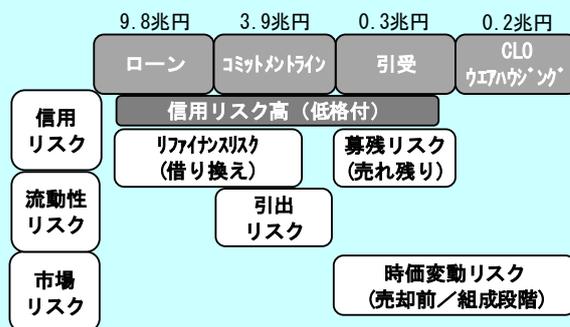
【図表 11】銀行のレバローンに関するビジネス



金融機関は、こうした様々なビジネスに取り組む場合、融資先企業の信用リスク以外にも、レバローンに関係する様々なリスクに対処する必要がある（図表 12）。例えば、コミットメントラインを供与した場合、その枠内では、融資先企業からの要請に応じて速やかに融資を実行しなければならないため、外貨流動性リスクを有する。また、引受ビジネスに関しては、レバローンを他の投資家等に売却できずに抱え込む募残リスクに加え、売却までの間は時価変動リスクを抱える。

現時点ではこうした関連ビジネスに伴う融資残高は限られているが、適切なリスク管理が行われることが重要である。

【図表 12】レバローンに付随するリスク

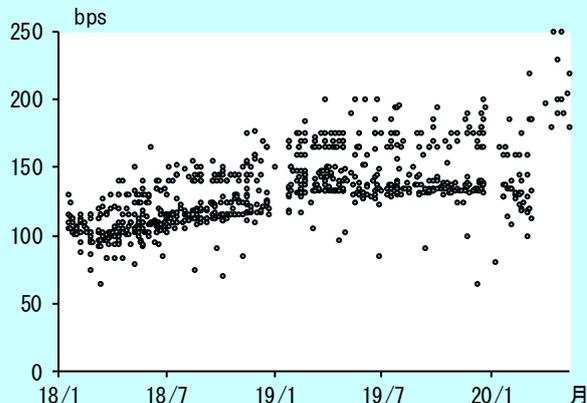


(注) 計数は、2019年3月末時点の残高。

CLO 投資を巡っては、同じ格付であっても、運用を担うマネージャーによる裏付け資産の選定・運用の巧拙や、裏付け資産の適切性に起因する銘柄間の格差が存在する。償還までの間に裏付け資産の入替が生じることが一般的であるため、投資時点の差異のみならず、期中の変化も意識しておく必要がある。また、信用補完水準、裏付け資産の再投資可能期間や、コベナントライトローンの比率などの商品ストラクチャーが銘柄ごとに異なり、それらは必ずしも格付の差異として表れない点にも留意が必要である。

実際、市場では、銘柄間の各種の差異を映じて、同一の格付であっても、発行時のスプレッドやセカンダリーでの時価には大きなばらつきが観察される（図表 13）。したがって、外部格付に過度に依存することなく、CLOの個別性を踏まえたリスクの適切な把握、管理態勢を整えることが重要である。

【図表 13】米 AAA 格 CLO の発行スプレッド



(注) 日付は価格決定日ベース。直近は2020年5月14日。

(出所) Creditflux "CLO-i"

また、期中での売却を想定しない場合であっても、保有銘柄の格下げが起きた場合には、市場価格の大幅な変動による減損損失の発生リスクが存在する¹⁾ほか、リスクアセットの大幅な増加（自己資本比率の低下）に繋がり得る。特に、投資家からの換金請求に随時応じる仕組みの「オープンエンド・ファンド」による CLO やレバローンの保有が拡大するなど、資金調達基盤が相対的に脆弱なノンバンクの役割が高まっている。こうした市場構造のもとでは、本年3月に一部でみられたように、ストレス時にファンドから短期間に大量の資金流出が生じた場合などに、CLO やレバローンの市場流動性の著しい低下を契機とする価格の大幅な変動や、リファイナンスの困難化が生じ、その結果、デフォルト率が想定以上に高まる可能性がある点は、十分警戒する必要がある。

CLO の裏付け資産のリスクを把握する際には、銘柄単位でのモニタリングに留まらず、銘柄間の裏付け資産の重複を考慮するほか、バンクローン・ファンドやハイイールド債など他のアセットクラスも合わせて債務者企業を名寄せした上で、エクスポージャーの大きい債務者企業については、保有資産全体について適切に管理する必要がある。

レバローンや CLO の市場流動性が相対的に乏しい点を踏まえると、とりわけ CLO の満期保有目的での投資残高が積み上がるもとでは、安定的な外貨調達基盤を確保することの重要性が高まっている点も強く認識しておく必要がある。引き

続き、外貨の調達先や調達手段の多様化および調達期間の長期化を通じて、外貨流動性リスクへの備えを強化する取り組みが求められる。

おわりに

本稿では、日本銀行と金融庁が合同で実施した「海外クレジット投融资調査」をもとに、大手行によるレバローンおよびその証券化商品である CLO 投資を中心に、海外クレジット投融资の動向について整理を行った。

今般の調査結果は、昨年10月および本年4月に日本銀行が公表した金融システムレポートや、昨年12月に金融安定理事会（FSB）が公表したレバローン及び CLO の脆弱性に関する報告書など、金融当局による金融システムの安定性評価などにも活用されている。また、こうした対外公表される媒体ばかりでなく、金融機関との直接的な対話を通じ、リスク管理の更なる強化に向けた取り組みを促す、あるいは、国際会議やバイラテラル会合における海外金融当局との対話を通じ、わが国金融システムの安定性に関する適正な評価の共有を図る、といったことにも用いられている。その一環として、別途、金融庁と日本銀行が合同で行っている共通シナリオに基づく一斉ストレステストにおいても活かされている。

金融庁および日本銀行では、引き続き緊密に協力しながら、金融システムの安定確保に向けて不断の取り組みを進めていく考えである。

¹ 詳細は、Financial Stability Board (FSB), “Vulnerabilities associated with leveraged loans and collateralised loan obligations” (2019) を参照。<https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P191219.pdf>

² 「レバレッジ比率」には「Debt-to-EBITDA Ratio (利払い・税引き・減価償却前の利益に対する有利子負債残高の倍率)」を用いることが一般的である。

³ 大手行は、みずほ、三菱 UFJ、三井住友、りそな、埼玉りそな、三菱 UFJ 信託、みずほ信託、三井住友信託、SMBC 信託、新生、あおぞら、ゆうちょ、農林中央金庫の13行庫。

⁴ 金融安定理事会（FSB）の推計によると、2018年12月時点の日・米・ユーロ圏・英の銀行が保有する CLO は2,070億ドルと市場残高の28%に達する。うち邦銀大手行の保有残高は1,070億ドルと、米銀の850億ドル、ユーロ圏の銀行の130億ドル、英銀の12億ドルを上回っている。詳しくは、Financial Stability Board (2019) を参照。

⁵ FRB/FDIC/OCC, “Interagency Guidance on Leveraged Lending” および ECB, “Guidance on leveraged transactions” を参照。

⁶ 例えば、S&P による定義については URL を参照。<https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/pages/toc-primer/lcd->

[primer](#))

⁷ Financial Stability Board (2019) を参照。

⁸ Creditflux, “CLO Yearbook 2018” (2018) を参照。

⁹ 発行されるトランシュの過半を有するメリットについては、大きなロットで投資することによるマーケティングコストの削減や業務効率性の向上、当該銘柄に関する各種ドキュメンテーションに対する投資家要望の反映等も指摘されている。

¹⁰ 詳細は、日本銀行「金融システムレポート」(2019年10月)のBOX2を参照。

<https://www.boj.or.jp/research/brp/fsr/data/fsr191024a.pdf>

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。

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（代表 03-3279-1111 内線 6344）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。