

# レバ・ローンは第二のサブプライムか？

伊豆 久

はじめに

世界的な金融緩和が長期化するなか、米国のレバレッジド・ローンの拡大を懸念する声が広がっている。イエレン前FRB議長は、昨年一〇月英紙とのインタビューに答えて「レバレッジド・ローン関連のシステムミック・リスクを心配している」と述べ、<sup>1)</sup>各国金融当局も、昨秋から相次いで、この問題に言及している（文末の参考文献参照）。もちろん他方では、リーマン・ショック時との多くの違いを指摘し、それらは杞憂に過ぎないとの見方もある。

レバレッジド・ローンをめぐる論点を整理してみよう。

## 1 レバ・ローンの定義

はじめに、言葉の意味を確認しておこう。レバレッジド・ローン (Leveraged Loan：以下、レバ・ローン) とは、「債務比率の高い企業等に対する、シンジケート・ローン形式の貸付」を指す。

債務比率が高い（≠高リスクである）とは、具体的には、投機的格付け（BB+以下）あるいは発行利回りがLIBOR+一二五bp以上であることなどを指す。またシンジケート・ローン形式に限定されているため、銀行からの相対での貸付は含まないのが一般的である。代表的なものはLBO（レバレッジド・バイアウト）買収

先の資産等を担保とする資金調達によるM & A)の際の借り入れであるが、それに限らず、広く高リスク先への、流通市場を備えた貸付を指す。

したがって、その経済的機能はハイイールド債(ジャンク債)ときわめてよく似ているが、ハイイールド債が証券であり証券規制に服する必要があるのに対してレバ・ローンにはその必要がないこと、固定利回りのハイイールド債に対して変動利回りであること、などの違いがある。

ただし、その定義は必ずしも統一されておらず、金融データ会社や当局によって、格付けや対LIBORのスプレッドなどで多少のバラツキがある。その結果、例えば二〇一八年末の世界全体の市場残高を、S & Pは一・三兆ドルとしているのに対して、イングランド銀行は広義に解釈して二・二兆ドルと推計している(BOE文獻④ p. 47)。したがって、以下のグラフ等で紹介する数値は、出所が異なると相互に対照可能でない場合があるが、市場の傾向や特徴に関してはいずれにも共通するものである。

## 2 レバ・ローンと米国企業債務の増大

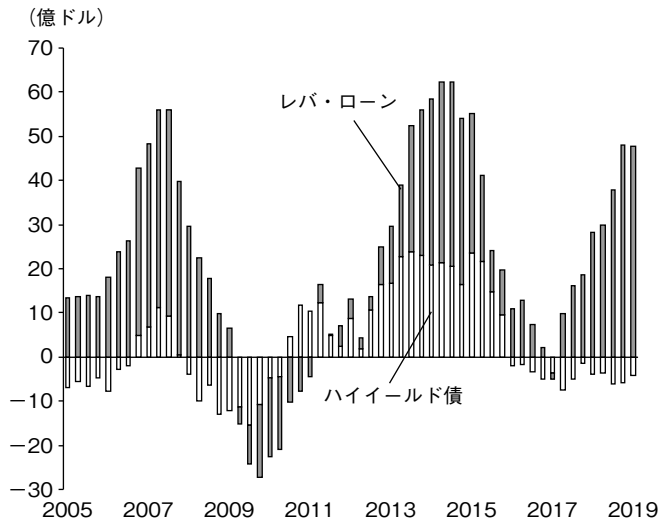
最近の市場規模の推移を見てみよう。

図1は、米国におけるレバ・ローンとハイイールド債の純発行額(=発行額-償還額)の推移を示したものである。レバ・ローンは、①二〇〇五〜〇七年(リーマン・ショック前)、②二〇一三〜一四年に続いて、③二〇一七年以降、純発行額の拡大が続いていること、対照的に、ハイイールド債の額は小さく、最近ではネットではマイナスつまり償還超過の状態にあることがわかる。

図1が、米国でのフロー(純発行額)を見たものであるのに対して、図2は欧州を加えて、残高を示している。

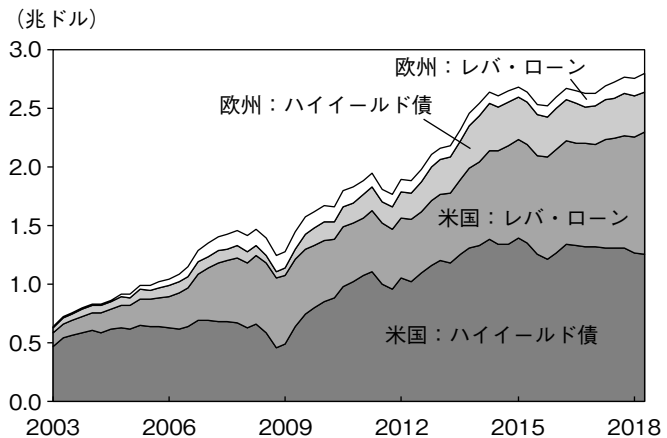
ここからは、①発行体のほとんどは米国企業で、欧州の規模は小さいこと、②図1で見たフローではレバ・ローンがハイイールド債を上回っているものの、残高では後者が大きく（つまり後者のほうが満期が長い）、③とはいえここ数年、レバ・ローンの拡大が続き、ハイイールド債は減少していることがわかる。そして、そうした特徴はリーマン・ショック前の二〇〇六年～二〇〇八年にも見られたものである<sup>2)</sup>。

図1 米国のレバレッジド・ローンとハイイールド債  
(純発行額)



(注) 2005年第1四半期から2019年第1四半期まで。四半期ベース。  
(出所) FRB(文献③), p. 19, Figure 2.4. (元データにもとづき、一部、表示方法等を変更している。以下すべての図について同じ)。

図2 レバレッジド・ローンとハイイールド債 (残高)



(注) 2003年第1四半期から2018年第2四半期まで。四半期ベース。  
(出所) BIS(文献⑥), p. 10, Graph A.

こうしたレバ・ローンの拡大は、米国企業全体の債務比率の増大と同時に生じている。図3は、米国の民間部門（企業と家計）の債務（対GDP比）の推移をみたものであるが、家計部門（その大半は住宅ローン）の債務は、リーマン・ショック以降減少しているのに対して、企業の債務は歴史的な高水準となっている。

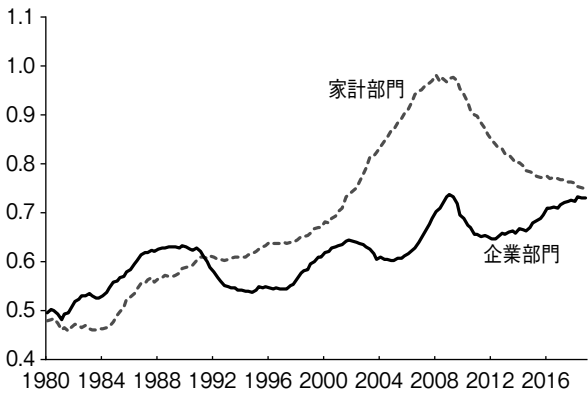
図4は、その企業債務をバランスシート上の債務比率で見ただけであるが、投機的格付けの企業で見ても、（投資適格を含む）全企業で見ても、リーマン・ショック前を上回っている。

つまり、こうし

たレバ・ローンの急拡大に代表される米国企業債務の増大、これが、かつてのサブプライム・ローンのように、世界的な金融危機を招くのではないか、それが心配されているのである。

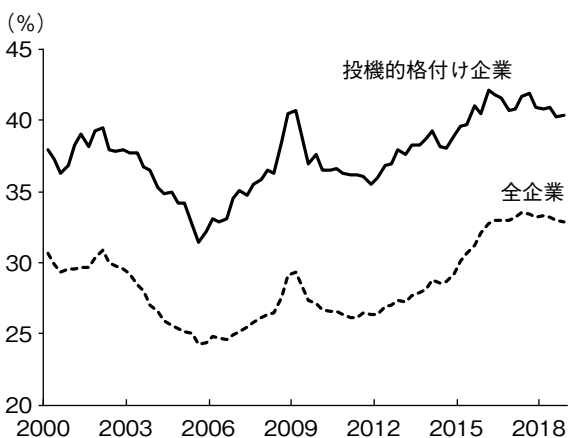
しかも、レバ・

図3 米国の民間部門の債務（対GDP比）



(注) 1980年第1四半期から2018年第4四半期まで。四半期ベース。  
(出所) FRB(文献③), p. 18, Figure 2.2.

図4 米国企業の債務比率



(注) 上場企業（金融を除く）の総資産に対する債務の比率。2000年第1四半期から2018年第4四半期まで。四半期ベース。  
(出所) FRB(文献③), p. 21, Figure 2.7.

ローンによって調達した資金のほとんどは、新たな技術開発や設備投資に使われているというわけではない。資金の使い道を示した図5を見ると、借り換えの比率が高く、またLBOを含むM&Aが過半を占めていることがわかる。LBO等のM&Aはリーマン・ショック前も多かったが、一旦低下したのち、最近また上昇傾向にある。配当や自社株買いなどの株主還元のための借り入れも一定のシェアを占めているが、設備投資も含む「その他」の比率は非常に低いのである。

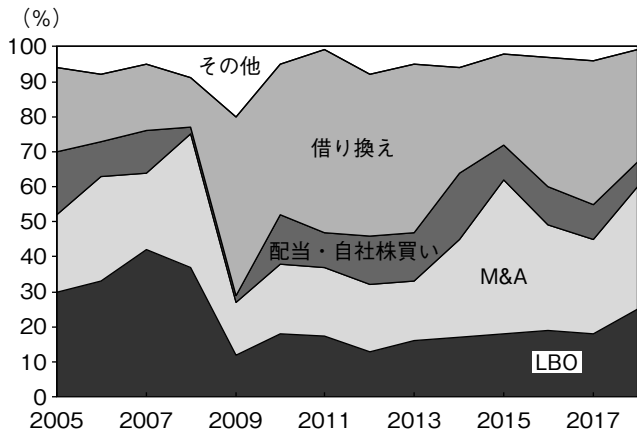
こうしたM&Aが、マクロ的にも効率を高める企業再編であれば、レバ・ローンというリスクの高い貸し出しも前向きなものと言えるが、マネーゲーム的色彩が強くなると、企業業績の悪化や金利の上昇といった局面を迎えた時、その社会的コストは非常に大きなものとなってしまふ。

### 3 市場拡大の背景と投資家層

ではレバ・ローンは、なぜ急速に拡大しているのだろうか。

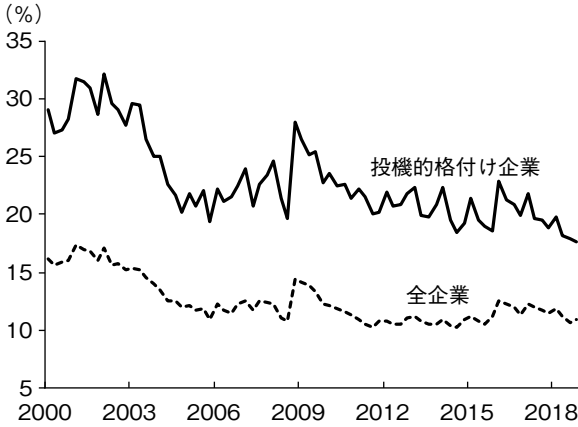
その最大の原因は、言うまでもなく世界的な超低金利の長期化である。世界中の機関投資家が、わずかでも利回りの高い商品を探し求め、その結果、リスクの高い発行体も巨額の資金を調達できているのである。実際、図

図5 レバ・ローン資金の用途



(出所) IMF(文献⑦), p. 20, Figure 1.13.3.

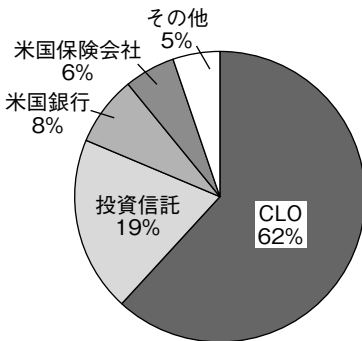
図6 米国企業の金利コスト



(注) 上場企業（金融を除く）の支払金利（対EBITDA）。2000年第1四半期から2018年第4四半期まで。四半期ベース。

(出所) FRB(文献③), p. 21, Figure 2.8.

図7 レバ・ローンの保有者



(注) 2018年第4四半期時点（総額1兆1,470億ドル）。

「その他」：外国投資家、年金等。

(出所) FRB(文献②), Figure 4.

あるAAA+から、ハリスクが最高である代わりに利回りも最高であるエクイティVマで、リスクとリターンの組み合わせが異なる「トラ

6が示すように投機的格付け企業の金利コストは低下傾向を続けている。さらに二〇一五年一月から米国が利上げに転じたことが、レバ・ローンの急増をもたらした。金利先高観の強まりが、変動金利商品であるレバ・ローンの魅力を高めたのである<sup>(3)</sup>。では、こうしたレバ・ローンに資金を投じているのはどのような投資家だろうか。米国のレバ・ローンへの投資家を分類した図7を見ると、その六二%をCLO (Collateralized Loan Obligation) が占め、投資信託、米銀と続くことがわかる。

CLOとは、CLOマネジャーが、買い集めたレバ・ローンを裏付け資産として発行する証券化商品のことである。多数のローンを買い集めることで大数の法則を活かすと同時に、ハリスクは最低（＝返済優先順位が最高）であるが利回りも最低であるAAA+か

ンシエ」を発行することで、リスク許容度の異なる投資家を引き寄せられる。

図8は、そのトランシエ別の投資家層を示したものである。リスクの高いエクイティ部分にはヘッジファンド等が、リスクの低いAAA部分には銀行や保険が多いことがわかる。

△長期化した低金利環境の下でリスクの高い発行体への資金供給が拡大し、それが証券化されることで世界中の投資家から資金を集めているV・・・これだけを見ると、サブプライム・ローンの時とまるで同じことが起こっているようであるが、では、当時とは何が異なっていて何が同じなのか、比較してみよう。

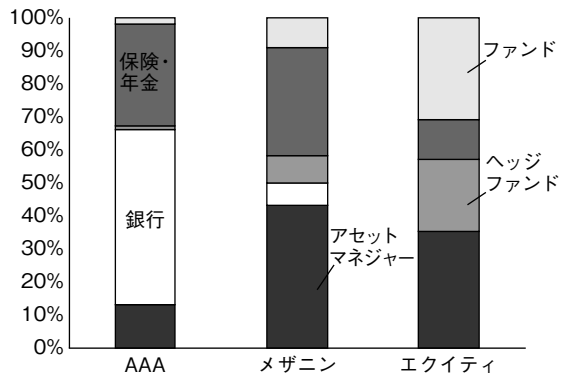
#### 4 サブプライム・ローンとの違い

参考文献にあげた金融当局の各種レポートは、こうしたレバ・ローンの急拡大に警鐘を鳴らしつつも、現状は、リーマン・ショック時とは様々な点で異なっているとも指摘している。

まず、金融危機以降、バーゼルⅢをはじめとする広範囲にわたる金融規制改革が実施され、金融機関や金融市場の頑健性は飛躍的に高まっている。個別の市場の混乱がシステミックに伝播する可能性は大幅に軽減されたと言えるであろう。

次に、レバ・ローン市場を見てみると、その投資家は、直接保有でも（CLOを通じた）間接保有でも、機関

図8 CLOへの投資家層



(出所) IMF (文献⑦), p. 20, Figure 1.13.5.

投資家の比率が高く、銀行や証券会社といった金融仲介機関のウエイトは小さい。リーマン・ショックの場合、サブプライム・ローンを裏付けとする証券化商品を銀行や証券会社が、直接にあるいは傘下のファンドを通じて保有し、そのことが、リーマン・ブラザーズの倒産のほか、シティなど巨大金融機関の経営危機につながったのである。

さらに、リーマン・ショックの場合、そうした証券化商品への投資資金は、多くが、それらを担保とするレボ等の短期資金によって調達されていたため、投資商品の価格下落がただちに流動性不足をもたらし、そこにMMFの元本割れも加わって、短期金融市場全体の機能が麻痺するという事態が発生した。その点、今回の主な保有者は機関投資家で、短期の市場性資金に依存しているわけではなく、そうした流動性危機が発生する可能性は低いと考えられるのである。

また、現在のレバ・ローン市場では、確かにブームが起きているが、それがレバ・ローンの価格上昇によってさらに増幅するといった現象は確認されていない。と言うのは、サブプライム・ローンの場合、△サブプライム・ローンによる住宅購入↓不動産価格の上昇↓不動産の純資産(＝不動産価格－ローン残高)の増加↓純資産を担保とした新たな住宅ローン(Home Equity Loan)の借り入れ↓住宅購入による不動産価格の上昇と消費拡大による好景気↓・・・Vという自己増殖的な循環が生じ、バブル化したのであるが、現状、そうした動きが顕著とはなっていないのである。

証券化についても大きな違いがある。サブプライム・ローンの場合、その証券化は一度にとどまらず、証券化商品をさらに証券化、それをさらに証券化するといったこともなされ、また、証券化商品を原資産とするデリバティブ商品も開発されていた。そうした複雑化によって、投資家による元々の裏付け資産の確認が困難となり、



格付けへの依存を過度に高めることにもなつてしまつていた。それに対して、レバ・ローンを裏付けとするCL  
Oは、シンプルな一度のみの証券化商品であり、裏付け資産の調査も比較的容易であるとされる。

FRBのパウエル議長は、今年五月の講演で、レバ・ローン等の米国企業債務の増加をとりあげ（FRB文献  
②）、景気が悪化した場合への備えが必要であるとしつつも、以上のようなサブプライム・ローンとの違いに加  
えて、米国のマクロ経済環境が好調であること、企業は高収益で企業のコストも低いこと、そして、銀行の  
自己資本や流動性は十分であることを指摘して、「我々は企業債務からのリスクを真剣に受け止めているが、現  
在の金融システムは潜在的な損失に十分耐えうると考えている」と、大きな危険が迫っているわけではないとの  
認識を示したのである。

## 5 より慎重な見方

しかし、FRB以外の金融当局は、サブプライム・ローンとの前述のような違いは認めつつも、FRBよりも  
やや慎重な見方をしているように思われる。

その一つが、コベナンツ・ライトの増加である（図9）。コベナンツとは、貸付に際しての特約の一つで、そ  
れが遵守されなかった場合には「期限の利益」を喪失させる（ $\parallel$ 貸付金を即時に全額返済させる）、財務制限条  
項等のことである。通常は、レバレッジ比率等の財務維持コベナンツが設定され、財務指標が悪化すると貸し手  
は回収に着手することになる。それに対して、コベナンツ・ライトとは、そうした財務維持条項を含まず、追加  
の債務増加のみを制限する緩やかなコベナンツを指す。

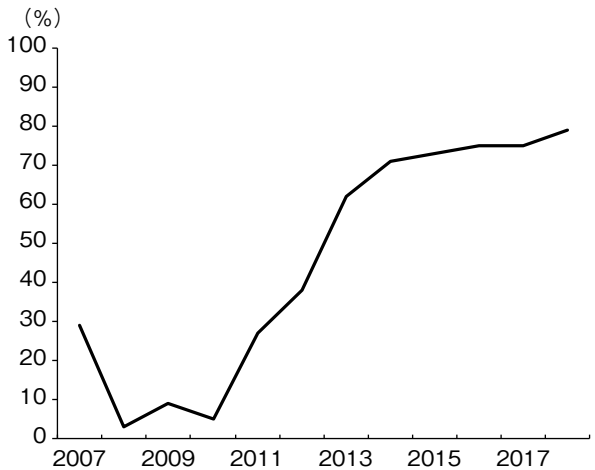
そして図9が示すように、最近、新規のレバ・ローンにおけるコベナンツ・ライト・ローンの比率が急上昇し、

現在ではほぼ八割となっている。これについて、多くの金融当局は、金融緩和によって、借り手優位の状況が生じ、貸し手保護の手薄な安易な資金供給がなされているのではないかとの危惧を深めているのである。ただし、この点については異論がある。財務維持条項等が必要だったのは貸付債権に流動性がなかったためで、流通市場が整備された現在、財務指標が悪化した先の債権は売却すればよいので、コベナンツ・ライトで十分なのではないか、また、借り手の信用力が低い場合には当然、財務維持条項が必要となり、逆に言うと、信用力が高いからこそコベナンツ・ライトでの借り入れが可能となっているのではないか、といった批判である（文献⑬、⑮参照）。

しかし、債権の売却によって個別の投資家は資金を回収できても、マクロ的には借入条件の緩和が進行していることに変わりはなく、経済環境が悪化した際の脆弱性が高まっているのは間違いないように思われる。

また、レバ・ローン発行企業の債務比率の上昇も懸念材料の一つである。レバ・ローンの借入先は、定義上、そもそも格付けの低い（≠債務比率の高い）企業であるが、その中でも、図10が示すように、債務比率の高い企業による発行が増えているのである。

図9 コベナンツ・ライトの比率



(注) 2007年から2018年まで。新規発行のレバ・ローンに占めるコベナンツ・ライトの比率。

(出所) IMF(文献⑧)

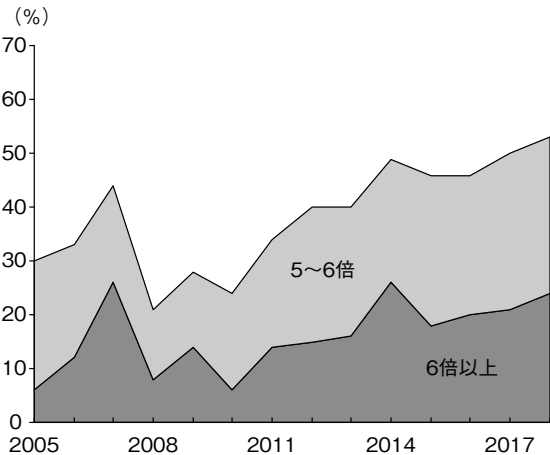
前述のように、サブプライム・ローンのような短期の市場性債務に依存していない点が、現在のレバ・ローン市場の特徴の一つであるが、他方で、投資信託による投資の増加を懸念する声もある。投信からのレバ・ローン投資は二〇〇六年には約二〇〇億ドルにすぎなかったが、今年には約二〇〇億ドルと一〇倍になっている(図7、IMF文献⑧)。投信の解約が急増するような状況が生じた場合、レバ・ローン市場の流動性がそれに対応可能かが心配されているのである。

### おわりに

米国を中心とするこうしたレバ・ローン市場の拡大に、日本も無関係ではない。CLOのAAA部分に投資する銀行の大半は日本の金融機関である。その代表が農林中央金庫で、この一年間でCLO投資は倍増し七兆円を上回った(図11)。同金庫によれば、投資先はすべてAAAかつ(時価評価不要の)満期保有目的であり、同金庫の市場運用資産の一一%、総資産一〇五兆円の七・四%にすぎないとのことである。

日本の金融機関は、マイナス金利政策以降、極度の資金運用難に苦しんでおり、高格付けながら一定の利回りを確保できるCLOが魅力的な投資先となっているのである。しかしながら、こうした外債投資は、為替リスク

図10 米国レバ・ローン発行企業の債務比率



(注) 2005年から2018年まで。対EBITDA。

(出所) IMF(文献⑧)

をヘッジするために短期のドルを調達して行われており、レバ・ローン市場の動向のみならず、ドル調達コストの上昇も大きなリスクとなっていることに留意が必要であろう。

注

(1) 特に、(後述する) コペナンツ・ライトの増加、リーマン・シヨック後導入された規制を緩和する動き、に対して強い懸念が示された(文献⑪)。

(2) リーマン・シヨック前のレバ・ローンの拡大については、拙稿(文献⑫)参照。

(3) この点については、先月七月末にFRBが金利の引き下げに転じたことで状況が変化した。金利の再引き上げは、米中の貿易紛争や来年の米国大統領選が決着するまで難しいかもしれない。しかしそのことは逆に、超低金利状態の延長を意味する。

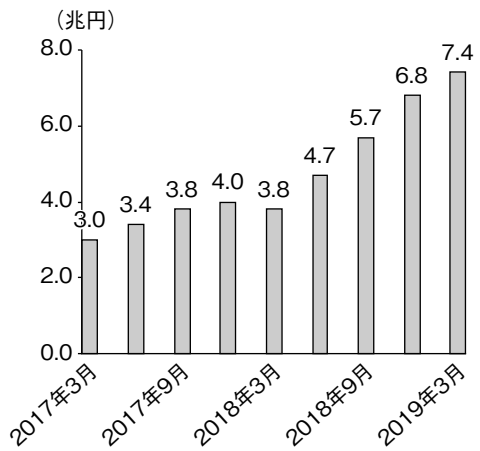
参考文献

【日本銀行】

① 寒川宗穂太郎・助川卓也・小川佳也「米国クレジット市場の最近の動向について」『日銀レビュー』二〇一九年三月。

【FRB】

図11 農林中金のCLO保有額



(出所) 農林中央金庫「2018年度決算概要説明資料」2019年5月22日。

- ②Jerome Powell, "Business Debt and Our Dynamic Financial System," May 20, 2019.
- ③Board of Governors of the Federal Reserve System, *Financial Stability Report*, May 2019.
- 【E O E】
- ④Bank of England, "Leveraged lending," *Financial Stability Report*, no. 44, November 2018.
- ⑤Bank of England, "How large is the leveraged loan market?" January 25, 2019.
- 【E I S】
- ⑥Trupam Goel, "The rise of Leveraged loans: a risky resurgence?" *BIS Quarterly Review*, September 2018.
- 【I M E】
- ⑦International Monetary Fund, "Chapter 1: Vulnerabilities in a Maturing Credit Cycle," *Global Financial Stability Report*, April 2019.
- ⑧Tobias Adrian, Fabio Natalucci, and Thomas Piontek, "IMF Blog: Sounding the Alarm on Leveraged Lending," November 15, 2018.
- 【N S 社】
- ⑨"Leveraged Loans: Load Bearing," *The Economist*, November 3, 2018.
- ⑩"Briefing: American corporate debt," *The Economist*, March 16, 2019.
- ⑪Janet Yellen sounds alarm over plunging loan standards," *Financial Times*, October 25, 2018.
- ⑫"Do leveraged loans pose a threat to the US economy?" *Financial Times*, February 11, 2019.
- ⑬大橋英俊「米国レバレッジローンの誤解を解く」『金融財政事情』二〇一九年一月二十八日。

- ⑭ 厚治英一「CLO市場で高まる邦銀のプレゼンス」『金融財政事情』二〇一九年五月一三日。
- ⑮ 山下 彰「トリプルA格CLOのデフォルト確率は極めて低い」『金融財政事情』二〇一九年五月一三日。
- ⑯ 拙稿「レバレッジド・ローン市場について」『証研レポート』二〇〇八年一〇月号。

(いづ ひさし・客員研究員)