

銀行のCLO保有とコロナショック

代田 純

一、はじめに

大手銀行を中心に、邦銀がCLOを保有していることは、関係者によって知られている。CLOは、ローン担保証券 (Collateralized Loan Obligation) であり、低格付けの企業向けローン (レバレッジドローンと呼ばれ、基本的にはシンジケートローン形式) を担保として発行された証券化商品である。CDO (Collateralized Debt Obligation, 債務担保証券) がサブプライム住宅ロー

ンを担保として、リーマン・ショックの引き金となったとされる。このため、CLOが次の経済ショックの引き金になるのでは、と懸念されてきた。CLOはCDOに含まれるが、CDOが債券等も担保とするのに対し、CLOは企業向けローンだけを担保とした証券化商品である。

日本銀行が、『金融システムレポート』二〇一九年一〇月号で、大手銀行等の海外クレジット投資残高において、二〇一八年度に約二割がCLOになっていることを指摘している¹⁾。大手行が保有するCLOは、格付けが九九% A A A格であるこ

とも指摘されている。ただし、日本銀行も、二〇一八年末のCLO市場には一五〇〇銘柄程度が存在し、CLOの裏付資産には約三〇〇〇社のローンが組入れられていたこと、しかし、少数の企業向けローンが数百銘柄のCLOに組み込まれていたことを指摘している。⁽²⁾ すなわち、CLOの裏付資産は重複しており、CLOのリスク分散効果は、見た目ほど高くない可能性がある。本稿は、こうした観点の延長で、二〇二〇年二月以降のコロナショックで発生している、CLOの動向を明らかにする。

二、邦銀の有価証券保有とCLO

邦銀（全国銀行ベース、地域銀行を含む、以下同じ）の有価証券保有残高は、近年減少してきた。二〇一四年度には約二四五兆円（平残ベ-

ス）であったが、二〇一八年度には約二〇〇兆円まで減少した。有価証券残高が減少した主因は、国債の減少である。邦銀の国債保有は、同じ期間で、約一二五兆円から約六八兆円まで減少し、有価証券残高における構成比も四五・七%から三〇・二%まで低下した。⁽³⁾

他方で、銀行が保有する「その他有価証券」が増加し、銀行が保有する有価証券残高での構成比は二〇一四年度に二八%であったが、二〇一八年度には三七・七%まで上昇した。「その他有価証券」は、国内部門と国際部門に区分されるが、邦銀は国内部門で約一九兆円（二二・八%）、国際部門で約六四兆円（七七・二%）を保有し、国際部門（外国証券）が中心である。この傾向は、都市銀行において顕著であり、都市銀行は、「その他有価証券残高」約四四兆円のうち、約三九兆円（九〇・二%）を国際部門で保有している。この

なかに、CLOも含まれていると見られる。

三大メガバンク、大手信託銀行、農林中金などの大手銀行について見ると、総資産に対する有価証券の比率は、農林中金で五三・五%と最も高い。三大メガバンクのなかで、みずほ銀行の総資産（単体）は約一七二兆円と最も小さいが、農林中金の総資産は約一〇四兆円あり、これに次いでいる。大手信託の総資産は、最大手の三井住友信託でも約五五兆円であり、農林中金の半分程度である。農林中金は総資産約一〇四兆円のうち、約五六兆円を有価証券で保有し、しかも約四三兆円が、「その他有価証券」である。後述するように、農林中金は邦銀のなかで、最大手のCLO保有者であり、CLOは「その他有価証券」に含まれていると見られる。

地域銀行について見ると、有価証券保有残高が最も大きいのは、めぶきFG（常陽銀行と足利銀

行の持ち株会社）であり、四兆三六四億円（二〇一八年度決算）となっている。もともと、常陽銀行の総資産が約一〇・六兆円あったが、うち有価証券は約三兆円であった。また足利銀行も総資産約六・九兆円に対し、有価証券は約一・三兆円であった。めぶきFGの、「その他有価証券」残高は約一・六兆円であるが、金融庁の規制もあり、外国国債への直接投資から、米国債等のファンドに変化していると思われる。

他方、米国の証券化商品の残高は、二〇〇七年に約二・七兆ドルであったが、二〇一九年三月末には約〇・八兆ドルと三分の一以下に縮小した。しかし、CLOに関しては、二〇一三年に約三〇〇億ドルであったが、二〇一九年三月末には約六〇〇億ドルに倍増している。CLOを中心として、二〇一四年以降、証券化商品の発行が回復してきた。シンジケートローンを裏付資産とする

ＣＬＯでは、一銘柄のＣＬＯが、一〇〇社以上のローンで構成されることが一般的である。発行体の格付けはＢＢ（ダブルＢ）～Ｂ（シングルＢ）の格付けであり、ＣＬＯの裏付資産となる企業ローンもともと投資適格ではない、投機的格付けである。ローンは、年限五～七年の変動金利ローンが多い。ＣＬＯは変動金利であることで、米利上げ局面に入り、投資家から注目された。ローン発行体の格付けはＢＢ～Ｂ格であるが、ＣＬＯに組成されると、六〇～六五％がシニアクラス（ＡＡＡ格）に位置付けられている。これは、ＣＬＯが一〇〇社以上のローンで組成され、リスクが分散されると考えられるため、であろう。

ＣＬＯの発行は、ほとんどが私募であり、証券法（Securities Act of 1933）公募証券には情報開示が義務）の適用外である。単独主幹事（J.P.Morgan等の大手金融機関）が、シニアクラ

スのＣＬＯを、日米の大手銀行等に個別に販売する。図表1は、日米大手銀行によるＣＬＯ保有を示している。これによると、最も保有額が大きい銀行は、農林中金であり、二〇一九年三月には六八億ドル、九月には七四七億ドルを保有している。この他、三菱UFJが二四七億ドル、ゆうちょ銀行が一四二億ドル、三井住友が八二億ドル等となっている。邦銀七行の合計で一三九〇億ドルとなり、米銀一〇行の合計九四六億ドルを上回っている。日米銀行合計で二一五六億ドル（二〇一九年三月末）となるが、欧米におけるＣＬＯ残高は七五一〇億ドル（同）と言われ、日米大手銀行の保有シェアは三〇％近いことになる。

邦銀の大手行が、ＣＬＯを保有する要因は、国内での貸出難、貸出金利の低下にあることは明らかであろう。⁴⁾ 国内貸出は、近年伸び悩み、かつマインナス金利の影響もあって、貸出金利は極めて薄

銀行の CLO 保有とコロナショック

図表 1 日米大手銀行による CLO 保有

(10億ドル)

銀行	2018年9月末	2019年3月末	2019年9月末
農林中金	51.8	68.1	74.7
Wells Fargo&Company	36.5	35.6	32.4
JP Morgan Chase&Co	20.4	21	26.8
三菱 UFJ フィナンシャル G	23.2	24.6	24.7
Citi Group	19.2	18.9	22.5
ゆうちょ銀行	7.7	10.7	14.2
三井住友フィナンシャル G	6.7	8	8.2
三井住友トラスト H	4	5.7	7.1
みずほフィナンシャル G	4.9	4.9	5.7
大和ネクスト銀行	5.5	5.2	4.4
邦銀7行合計	103.9	127.1	139
米銀10行の合計	89.8	88.5	94.6
合計	193.7	215.6	233.6

〔出所〕 一般財団法人 ゆうちょ財団、『社債市場に関する調査研究』、2019年度から作成。

くなっている。とりわけメガバンク等の大手行の利鞘は薄く、総資金利鞘（＝資金運用利回り－資金調達原価）は、全国銀行平均で〇・一一に対し、都市銀行では〇・〇六（二〇一八年度決算）となっている⁽⁵⁾。一方、CLOの利回りは、Libor（ドル建て、三か月）＋一〇〇～一五〇bpが多く、二～二・五％程度と見られる。この利回りは、国内金利と比較すれば、とても高い、ということになる。

また、CLO投資家にとって、CLOが繰上げ償還されることも、魅力のひとつと見られる。CLOのスプレッドが急速に低下した場合、繰上げ償還されることがある。繰上げ償還は、より短期間での運用利回りを意味するので、投資家からは歓迎されよう。しかし、邦銀にとって、CLOは基本的にドル建て証券であるから、為替リスクを伴っていることを忘れてはならない。

CLOの発行に影響を与えてきた要因として、変動金利であること（発行を増加させた要因）の他、リスク・リテンション（基本的には、発行を抑制した要因）がある。リスク・リテンションとは、銀行が証券化商品を保有する場合に、組成したオリジネーターが自ら原資産の5%以上を保有していないならば、原則としてリスク・ウエイト（自己資本比率上の掛け目）を三倍に引き上げる規制である。リーマン・ショック時に、オリジネーターがリスクの高い債権を証券化し、投資家に全額を販売することで、リスク転嫁していたことが問題となった。そこで、5%保有をオリジネーターに義務づけ、守らなければ、銀行のリスク・ウエイトを三倍にする、という規制が導入された。

しかし、リスク・リテンション規制には、二つの例外規定がある。第一に、規制が導入された、

二〇一九年三月末時点で保有し、その後も保有しているCLOには適用されない。第二に、不適切な原資産の組成がなされていないと判断できる場合も、適用されない。⁶⁾米国CLOは、二〇一七年（二〇一八年に約二八〇〇億ドル発行されたが、二〇一九年には約一五〇〇億ドルに減少した。こうした二〇一九年におけるCLO発行の減少は、リスク・リテンションにより影響された可能性もあると見られる。

リスク・リテンション規制と関連して、日本ではCLOなどの証券化商品の資本賦課が二〇一九年三月に見直された。従来は、AAA格であれば、銀行自己資本比率（バーゼル規制）のリスク・ウエイトは七%で済んでいた。しかし、二〇一九年三月末以降、STC要件を満たさなければ、リスク・ウエイトは二〇%（五年物の場合）に引き上げられた。STC要件とは、Simple、

Transparent, Comparable (簡素、透明性、比較可能)要件である。具体的には、①原資産の特性が同質であること、②原資産に延滞債権が含まれないこと、③オリジネーターが証券化商品の一部を保有していること(リスク・リテンション規制)等が求められる。⁽⁷⁾ 図表1で見た、農林中金や三菱UFJ銀行などは、AAA格のCLOを保有するが、STC要件を満たしていないと見られ、有価証券報告書等から判断すると、リスク・ウェイトは二〇%となっている。

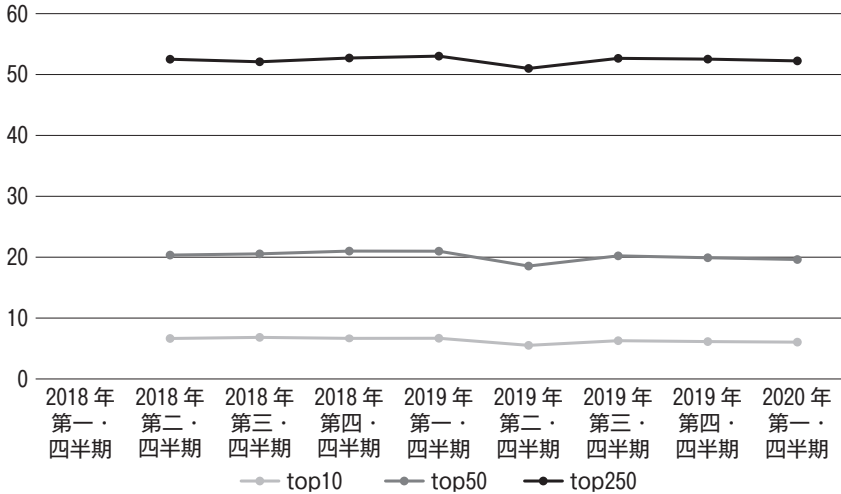
三、劣化するローンの質と重複する企業

CLOの原資産となる、レバレッジドローンには、財務コベナントがついている。財務コベナントとは、ローンについての特約条項である。財

務コベナントには、二種類あり、Maintenance Covenants と、Incurrence Covenants があり、前者では借入(レバレッジ)比率の上限が決まられ、四半期など定期的に確認がある。しかし、後者では、借入上限を超えて資金調達する場合等に、確認が限定される。この結果、Incurrence Covenants では、確認が不定期となり、貸し手が気づかないうちに、借り手の財務が悪化している可能性がある。

財務コベナントに「*Maintenance Covenants*」と「*Incurrence Covenants*」の両方がついているものを、フル・コベナント・ローンと呼び、*Incurrence Covenants*のみを、*Maintenance Covenants* がついていないものを、コベナント・ローン・ローンと呼ぶ。二〇一八年には、レバレッジドローン残高のうち、コベナント・ライトの比率は八〇%を超えたと言われる。⁽⁸⁾

図表2 米国 CLO のポートフォリオ構成比 (%)



〔出所〕 S&P, *CLO Spotlight: The Most Widely Referenced Corporate Obligors in Rated U.S. BSL CLOs*: First-Quarter 2020, 7 April 2020から作成。

また、レバレッジドローンやハイ・イールド債の発行において、低格付け企業（格付けでB-）の比率が上昇してきた。S & Pによれば、レバレッジドローンとハイ・イールド債の発行において、格付けが「B マイナス」という企業数と比率は、二〇一六年には三八社、約一三%（企業数ベース、以下同じ）であったが、二〇一八年には八九社、二〇%を超えたと見られる。さらに、レバレッジドローンの格付け・引下げ件数を引上げ件数で割った指標があり、二〇一八年には四倍程度であったが、二〇一九年年末には五・一倍に上昇（悪化）している。⁹⁾

CLOでは、一銘柄のCLOが一〇〇社程度の企業のレバレッジドローンで組成されることになっている。しかし、冒頭でも指摘したように、実態としては、少数の企業向けローンが重複して組入れられている。図表2により、S & Pが作成

している、米国CLOのポートフォリオ構成を見ると、トップ一〇社のローンが、CLOの概ね六％（金額ベース、以下同じ）を占めており、トップ五〇社のローンが同じく二〇％を、そしてトップ二五〇社が五二％程度を占めている。CLOの裏付資産となるローンは、三〇〇〇社程度あるものの、実際は二五〇社程度が、過半を占めていることになる。したがって、通常想定されるほど、リスク分散はなされていないことになる。

S & Pは、トップ二五〇社について、SPWARF (S&P Weight Average Rating Factor) という指標を作成している。SPWARFは、CLOの組入れポートフォリオの格付けを指標化したもので、格付けが低くなると、SPWARFは上昇し、格付けが高くなるとSPWARFは低下する。例えば、CLOの担保ローンの格付けがAA A格であれば一四ポイント、A格であれば一四六

ポイント、BB格であれば一二三四ポイント、B格であれば二八六〇ポイントといったポイントである。基本的に、格付けが低いほど、ポイントが大きくなる。こうした格付けポイントをもとに、CLOのポートフォリオ構成に応じて加重して、平均した値である¹⁰⁾。トップ二五〇社のローンについて、S & Pが作成したSPWARFを見ると、二〇一八年第一四半期には二三三二であったが、二〇一九年第一四半期には二三七八に上昇し、さらに二〇二〇年第一四半期には二六一二まで上昇した。こうした上昇は、CLOを構成するローンの格付けが低下していることを意味している。

すでに指摘したが、CLOに組み込まれているローンは、少数の企業が重複している。個別企業でも重複が多いが、業種構成でも偏りがある。最もポートフォリオ構成において比率が高い業種は、ソフトウェアであり八・七四％である。つい

で、ヘルスケア関係で六・四七%、ホテル・レストラン・娯楽で五・九三%となっている（二〇二〇年三月末現在¹¹⁾。今回のコロナショックで、最も影響を受けた業種のひとつが、ホテル・レストランであることは間違いない。CLOの組入れローンでは、そもそもコロナショックから影響を受けやすいのである。

CLOではトップ一〇社のローンが、概ね六%を占めている。CLOの組入れで、トップ一五社（二〇二〇年三月末）を図表3が示している。第一位のAliceは通信業で、格付けはBネガティブ、第二位のNEWAsurionは保険業で、B+安定的となっている。この二社については、最近、格付けの見直しはない。第三位のTransDigmは航空部品メーカーであるが、二〇二〇年四月二日に格付けがB+から、B+ネガティブ・アウトブックに引き下げられた。引下げの理由は、コロ

ナウイルスにより、航空需要が減少し、航空部品メーカーの収益も悪化する懸念である¹²⁾。

第六位にはアメリカン航空が入っているが、二〇二〇年三月二〇日に格付けは、それまでのBBマイナスから、Bに引き下げられ、引き続きネガティブ・ウオッチとなっている。コロナウイルスにより、航空への予約は激減し、アメリカン航空の収益も急速に低下している。ただし、原油価格の低下により、アメリカン航空はメリットを受ける面もあるであろうが、乗客の減少によって相殺されると、言う。S&Pは、乗客は今年の後半から回復し、二〇二一年になって二〇一九年の水準に戻ると見ている。

第八位には、Endeavor Operating Co.が入っており、娯楽産業であるが、二〇二〇年四月一三日に格付けは、CCC+ネガティブ・ウオッチに引き下げられている。同社は娯楽産業のなかで

銀行の CLO 保有とコロナショック

図表3 米国 CLO で重複して組み入れられる上位企業（2020年3月末、加重された金額ベース）

順位	企業	業種	S&P 格付け	格付け見直し日
1	Altice Europe N.V.	通信	Bネガティブ	2019年4月30日
2	NEWAsurion Corp.	保険	B+安定的	2017年2月16日
3	TransDigm Inc	航空部品	B+ネガティブ・アウトルック	2020年4月2日
4	CenturyLink Inc.	総合通信	BB 安定的	2019年11月20日
5	Altice USA Inc.	メディア	BB-安定的	2019年2月25日
6	American Airlines	空運	B ネガティブ・ウオッチ	2020年3月20日
7	Brookfield Asset Management	資本市場	A-	2019年7月17日
8	Endeavor Operating Company	娯楽	CCC+ネガティブ・アウトルック	2020年4月13日
9	Liberty Global PLC	通信	BB-安定的	2020年2月26日
10	Berry Global Group Inc.	コンテナ	BB+ネガティブ・アウトルック	2019年5月17日
11	Sinclair Broadcast Group Inc.	メディア	BB-ネガティブ・アウトルック	2020年3月19日
12	Calpine Corp.	独立電力	B+ポジティブ・アウトルック	2019年10月17日
13	Bausch Health Companies	製薬	B+安定的	2020年3月27日
14	Softbank Group Corp.	通信	BB+ネガティブ・アウトルック	2020年3月17日
15	Scientific Games Corp.	娯楽	Bネガティブ・ウオッチ	2020年3月20日

(注) 格付けは2020年5月19日現在。「ネガティブ・ウオッチ」は Credit Watch Negative であり、短期的方向性を示し、「ネガティブ・アウトルック」は Outlook Negative であり、中期的方向性を示す。見直し日は最終確認日 (Last Review Date) を含む。

[出所] S&P, *CLO Spotlight: The Most Widely Referenced Corporate Obligors in Rated U.S. BSL CLOs: First-Quarter 2020*, 7 April 2020から作成。

も、音楽などライブ・イベント運営などを業務とし、コロナによるライブの中止などで、最も影響を受ける業態となっている。イベントのキャンセルによって、同社の収益は、かなりの低下が見込まれている。同社のレバレッジ比率は高く、負債／EBITDA（利払い前、税引前、減価償却前の営業利益）比率は七倍に達している。CLOに組み込まれているローンの企業では、レバレッジ比率は概して高いが、負債／EBITDA比率は平均で六・三倍程度である。

第一位には、Sinclair Broadcast Groupが入るが、メディア（テレビ）業界であり、二〇二〇年三月一九日に格付けはBBマイナス・ポジティブから、BBマイナス・ネガティブに引き下げられた。S&Pは、コロナウイルスのために、個人消費は減退し、来年に向けて、広告支出は減少するとされている。同時に、ウイルスの拡散を防ぐた

め、多数のライブ・イベントが中止されることも影響するとした。同社も負債／EBITDA比率が五・五倍を下回る可能性は小さいとされた。同社は二〇一九年にスポーツ・ネットワーク企業を九六億ドルで買収したが、うち八九億ドルを借入でまかなった。

第一四位には、ソフトバンク・グループが入り、二〇二〇年三月一七日に、S&Pは格付けをBB+ネガティブに引き下げた。引き下げの理由は、同社の自社株購入声明が、財務の健全性に疑念を抱かせるものとしている。三月一三日に、同社は五〇〇〇億円の自社株を買戻すと発表した。S&Pは、五〇〇〇億円の自社株買戻しは、ソフトバンク・グループの財務に問題をもたらすと見ている。また、投資資産の株価が下落し、多くの価値を失うなら、同社の経営は悪化するとした。

第一五位には、Scientific Games が入り、娯楽業界であり、二〇二〇年三月二〇日に、格付けは、Bネガティブに見直し、に引き下げられた。

娯楽業界と言っても幅広いが、同社はカジノの運営等を行っており、コロナウイルスのため、カジノが閉鎖され、収益は悪化している。オンラインでのカジノゲームが合法化されている州では、一定の収入が見込まれるが、本来の収入に比べれば、わずかなものである、とS&Pは指摘している。

この他、上位二五〇の主要企業では、三月二五日にレブロンがCCC+ネガティブに、同じくユナイテッド航空がBBマイナス・ネガティブ・ウオッチに、四月二七日にマクグロウ・ヒル（メディア）がBマイナスに引き下げられた。⁴³

以上、見てきたように、CLOには特定の企業向けローンが重複して組み入れられており、また

上位一五の企業についても、航空部品、メディア、空運、娯楽などを中心に、コロナウイルスの影響を受け、格付けは引き下げられている。

四、コロナでCLO発行企業の引下げ

図表3で見たような、重複して組み入れられている企業以外にも、コロナ関係でCLO発行体の格付け見直しが二月以降続いている。図表4は、米国CLO発行体のコロナ関係での格付け見直しである。図表4のランクとは、CLOで組入れられている順位であり、Wynn Resortsの場合、CLO組入れ数が一と少ないので、ランクは一二五〜一五〇〇となる。Wynn Resortsはマカオのホテルであり、コロナの影響を最も受けやすく、BBからBBネガティブ・ウオッチに二月三日、

図表4 米国CLO発行体のコロナ関係での格付け見直し

日付	発行体	ランク	CLO組 入れ数	業種 (GIC)	格付け (現在)	格付け (以前)	コロナとの関係
2020年2月3日	Wynn Resorts Ltd.	1251-1500	1	ホテル、レストラン、 レジャー	BB ネガティブ・ ウオッチ	BB	マカオ訪問減少
2020年2月12日	GBT III B.V.	1001-1250	37	ホテル、レストラン、 レジャー	B+安定的	BB 安定的	ビジネス出張に影響
2020年2月14日	Boardriders Inc.	1001-1250	34	繊維、アパレル、 ラグジュアリー	B-ネガティブ	B-安定的	供給網崩壊
2020年2月26日	Sabre Corp.	top250	164	ソフトウェア	BB ネガティブ・ ウオッチ	BB 安定的	旅行予約に影響
2020年2月26日	Tenneco Inc.	top250	190	自動車部品	B+安定的	BB ネガティブ	生産に懸念
2020年2月27日	Cooper-Standard Holdings	1001-1250	42	自動車部品	B-ネガティブ	B+ネガティブ	生産に懸念
2020年3月3日	Samsonite International S.A.	1001-1250	53	繊維、アパレル、 ラグジュアリー	BB+ネガティブ・ ウオッチ	BB+ネガティブ	ビジネス出張に影響
2020年3月9日	Ryman Hospitality Properties	1001-1250	58	不動産投信	B+ネガティブ・ ウオッチ	B+ネガティブ	部屋のキャンセル
2020年3月10日	EG Group Ltd.	top250	268	小売	B-ネガティブ	B 安定的	販売とマーケティングに影響
2020年3月10日	National Amusement Inc.	751-1000	58	娯楽	B+ネガティブ・ ウオッチ	B+安定的	劇場入場者への影響
2020年3月10日	Aimbridge Acquisition Co Inc	251-500	141	ホテル、レストラン、 レジャー	B-ネガティブ・ ウオッチ	B-ネガティブ	旅行のキャンセル
2020年3月10日	Sabre Corp.	top250	164	ソフトウェア	BB-ネガティブ	BB ネガティブ・ ウオッチ	旅行の減少
2020年3月11日	GPS Hospitality Holding Co.	751-1000	45	ホテル、レストラン、 レジャー	CCC+ネガティブ	B-安定的	営業改善に制約

(注) 単純なネガティブ (Negative) よりも、ネガティブ・ウオッチ (Credit Watch Negative) は一段階下を意味する。Sabre は、4月13日に、B-ネガティブに追加的に格下げされている。

(出所) S&P, CLO Spotlight: Coronavirus Will Put U.S. CLO Diversity And Managers To The Test, March 13, 2020から作成。

引き下げられた。またGBT III B.V.もホテルであるが、ビジネス出張が減少することで、収益が悪化すると見られている。二月一二日に、GBT III B.V.はBB安定的から、B+安定的に引き下げとなった。

二〇二〇年二月一四日には、Boardriders Inc.の格付けが引下げられた。同社は繊維・アパレル業界で、衣料品関係であるが、サプライ・チェーン（供給網）崩壊を根拠として、Bマイナス安定的から、Bマイナス・ネガティブに引き下げられた。中国におけるコロナ問題で、繊維関係の工場が停止され、供給網が崩壊したことが理由とされている。

二〇二〇年二月二六日には、Sabre Corp.の格付けが引き下げられた。同社はソフトウェア企業であるが、コロナウイルスのために旅行予約が減少し、予約ソフトへの需要が低迷することが背景

とされている。同社はBB安定的から、BBネガティブ・ウオッチに引き下げとなった。同社は三月一〇日にBBマイナスネガティブに、四月一三日にBマイナス・ネガティブまで追加引下げとなったが、ランキングでtop250に入り、一六四のCLOに組入れられている。すでに指摘したように、CLOにおいて、ソフトウェア業界の組入れ比率は八・七四%と最も高くなっている。

同じく二月二六日には、Tenneco Inc.が格下げとなった。同社は自動車部品であり、コロナ問題で生産に懸念が出ているとされる。BBネガティブからB+安定的に引下げとなった。二月二七日には、やはり自動車部品のCooper-Standard HoldingsがB+ネガティブから、Bネガティブに引下げとなった。同様に、生産の懸念が理由とされているが、衣料品と同じく、中国におけるサプライ・チェーン崩壊が大きな要因と見られる。

Tenneco は、top250に入り、一九〇銘柄のCLOに組み入れられており、その影響は大きい。

二〇二〇年三月三日には、Samsonite が、BB +ネガティブからBB +ネガティブ・ウオッチ(Credit Watch Negative) に引き下げられた。同社は、周知のように、旅行用スーツケースのメーカーであるが、業種としては、繊維・アパレル・ラグジュアリーに属する。

二〇二〇年三月一〇日に、EG Group がB安定的から、Bネガティブに引き下げられた。同社は二六八のCLOに組み入れられ、top250にランクされており、影響が大きい。同社は小売業であるが、基本的にガソリンスタンドであり、同時にスタンド内でファストフード(スターバックス等)を展開している業態である。S & Pでは、販売とマージンへの悪影響を理由としている。

三月一日にはGPS Hospitality がBマイナス

安定的からCCC +ネガティブに引き下げられた。同社はファストフードのバーガーキングやピザハットなどの運営会社である。ファストフード・レストランであるから、業種としては、ホテル・レストラン・レジャーに区分される。S & Pでは、コロナにより、営業改善に制約があるとしている。

しかし、五月に入り、コロナ等でのCLO発行体価格付け引下げは、減少している。二〇二〇年五月一〇日現在(三月以降)、米国CLO発行体一五〇〇社のうち、四四〇社以上が格付け引下げか、クレジットウオッチでネガティブ、あるいは両方になっている。しかし、S & PのSPWARF (2020Index) は五月三日の二九八六から、五月一〇日には二九七一と三月以降初めて低下(改善)⁴⁴⁾した。すなわち、最悪期を脱しつつあると見られる。図表5は、コロナや原油価格低下に関連

図表5 コロナ感染と原油価格によるCLO発行体格付け見直し件数の週間変化
(単位：件数)

2020年	格付け低下かつクレジット・ウオッチ変化	格付け低下	クレジットウオッチ・ネガティブ方向	アウトルック修正	合計
～2月7日	—	—	1	—	—
～2月14日	1	—	—	2	3
～2月21日	—	2	1	3	6
～2月28日	—	—	—	2	2
～3月6日	2	—	—	5	7
～3月13日	3	7	3	8	21
～3月20日	43	48	53	29	173
～3月27日	30	127	44	117	318
～4月2日	27	133	42	106	308
～4月10日	21	64	12	110	207
～4月17日	11	90	15	76	192
～4月24日	13	62	6	96	177
～5月1日	5	43	3	92	143
～5月8日	10	53	2	46	111

(注) S&Pの、クレジットウオッチは短期的な格付けの方向性、アウトルックは中期的な格付けの方向性を示すと見られる。

[出所] S&P, *CLO Spotlight: U.S. CLO Exposure To Negative Corporate Rating Actions (As Of May 10, 2020)*, May 12, 2020から作成。

して、格付け見直し件数を週間ベースで見たと
 である。これによると、「格付け低下かつクレ
 ジットウオッチ変化」は三月二〇日までの週（五
 日間、以下同じ）には四三件であったが、五月八
 日までの週には一〇件に低下した。「格付け低
 下」は、四月二日までの週には一三三件あった
 が、同じく五三件まで低下した。この他、「アウ
 トルック修正」等も含めた合計でも、三月二七日
 までの週には三一八件とピークであったが、同じ
 く一一件まで低下している。

五、まとめに代えて

以上で見てきたように、CLOの裏付資産とな
 る企業向けローンは重複している。上位二五〇社
 で、概ねCLO残高の五〇%程度を占めている。
 また、CLOの組入れローンでは、ソフトウエア

やホテル・レストラン・娯楽といった業種の組入れ比率が高くなっており、コロナショックで影響を受けている業種の構成比が高い。その結果、CLOで組入れられている企業の格付けが相次いで引き下げられてきた。ピークを越した可能性もあるが、今後は不透明でもある。大手銀行のCLO保有と組入れ企業の格付けに、引き続き注目する必要があるだろう。

(注)

- (1) 日本銀行、『金融システムレポート』、二〇一九年一月、二五ページ。
- (2) 同、四三ページ。『金融システムレポート』、二〇二〇年四月、においても三メガ行の海外貸出の格付け別構成比において、BB格以下が約三割に達していることを指摘している。また邦銀の海外クレジット投資残高に關し、債券の約四〇%がBB格であること、バンクローンファンドでは九〇%以上がBB格以下であることが指摘されている。
- (3) 全国銀行協会、『全国銀行財務諸表分析』、二〇一八年度

決算、参照。

- (4) 拙稿、「オーバーバンキング?—日欧比較を中心に—」、『経済学論集』、駒澤大学、第一巻第一号、二〇一九年二月、pp.45-88。「銀行の利鞘低下と店舗・ATMの統廃合」、『経済学論集』、同、第五〇巻第三号、二〇一九年二月、pp.135-150を参照されたい。
- (5) 全国銀行協会、『全国銀行財務諸表分析』、二〇一八年度決算、参照。
- (6) 金本 悠希、「リスク・リテンション規制はCLOへの投資を抑制するか」、大和総研、https://www.dir.co.jp/report/column/20190611_010263.html
- (7) 金本 悠希、「二〇一九年以降の制度改正予定(バーゼル規制編)」、大和総研、https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/regulation/20190125_020597.pdf
- (8) 伊豆久、「レバ・ローンは第二のサブプライムか?」、『証研レポート』、一七一五号、二〇一九年八月、参照。
- (9) 中空 麻奈、「二〇二〇年のクレジット投資を考える」、公益財団法人 日本証券経済研究所、公社債市場研究会、二〇二〇年三月二日。
- (10) S&P, *CLO Spotlight: The Most Widely Referenced Corporate Obligors In Rated U.S. BSL CLOs: First-Quarter 2020* 参照。

- (1) S&P, *CLO Spotlight: Coronavirus Will Put U.S. CLO Diversity And Managers To The Test*, March 13, 2020
 - (2) https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/home 以下同2)。
 - (3) http://www.standardandpoors.com/pt_LA/web/guest/article/-/view/sourceId/100043723
 - (4) S&P, *CLO Spotlight: U.S. CLO Exposure To Negative Corporate Rating Actions (As Of May 10, 2020)*, May 12, 2020
- (追記) 本稿を脱稿後、日本銀行と金融庁の合同調査『本邦金融機関の海外クレジット融資の動向』(二〇二〇年六月四日)が公表された。別の機会に論じたい。

(しろた じゅん・駒澤大学経済学部教授
当研究所客員研究員)