

2020年3月16日 全6頁

# 新型コロナウイルスが引出す米国金融のリスク

## FRBの資金供給拡大の次は信用緩和の必要性

金融調査部 研究員 中村 文香  
政策調査部 主任研究員 土屋 貴裕

### [要約]

- 新型コロナウイルス感染拡大に伴う世界経済の減速懸念を背景に、株式市場が動揺した。米国の企業債務が積み上がる中、レバレッジドローンの価格インデックスが急落するなど、米国企業の信用リスクの高まりが意識されている。新型コロナウイルス感染拡大等による事業環境悪化によって企業の返済が滞る恐れもある。
- 金融機関の流動性需要はFRBによる流動性の供給拡大により一服するとみられる。もっとも、FRBの資金供給増は非金融部門の資金繰りの改善には直結しない。リーマン・ショック前後と同様に、資産買入れの対象を広げるなどの措置を行い、非金融部門の信用リスクへの対応が必要になってくる可能性もある。
- また金融機関にとって、与信先企業の破綻リスクが高まって、損失を計上する可能性が高まることは、自らの自己資本の毀損リスクが高まることを意味する。支払い能力の低下が見込まれる金融機関は資金調達が難しくなる恐れがある。FRBのオペレーション等の対象ではない金融機関が資金を調達できなくなれば、保有資産を投げ売りし、問題がグローバルに広がる懸念が高まるだろう。

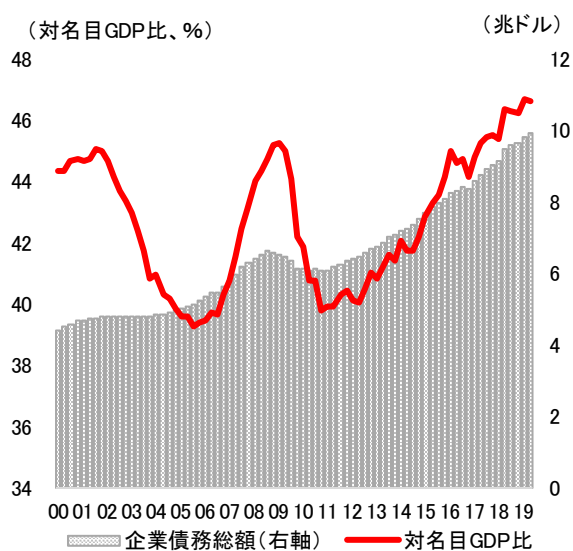
2020年3月初めに、新型コロナウイルス感染拡大に伴う世界経済の減速懸念が強まる中、原油価格の下落等が引き金となり、米国株式市場の主要な株価指数が大幅に下落するなど、市場が大きく動揺した。米国をはじめ各国が経済対策を打ち出すとの期待があるものの、不安定な状態が続いている。

米国では企業債務が積み上がり、その中でもレバレッジドローンの残高増加が不安視されていた。新型コロナウイルス感染拡大による景気減速が引き金となり、大きな市場の動揺につながりかねない。本稿では、①事業環境悪化によって企業の返済が滞ること、②投資家の資金調達に滞り、投資資産の投げ売りが広がること、の2つの観点からリスクを考える。

## 積み上がる米企業債務

米国のFRB（連邦準備制度理事会）が2019年11月に公表した金融安定報告書（Financial Stability Report, FSR）では、米国の企業債務が積み上がっていることが示された<sup>1</sup>（図表1）。特にレバレッジドローンの残高の増加が著しく、2018年第2四半期から2019年第2四半期にかけての伸びは14.6%に達した。企業債務全体の伸びの5.1%や、そのうちの銀行からの貸付の伸びの6.5%をはるかに上回る（図表2）。

図表1 積み上がる米企業債務



（注）季節調整済み、年率。非金融企業。  
（出所）FRBより大和総研作成

図表2 米国非金融企業・家計の債務

	残高 (十億ドル)	増加率 (前年同期比、%)	増加率(年率 平均、%)
民間非金融企業・家計	31,530	4.1	5.5
企業	15,764	5.1	5.7
法人企業	9,973	4.7	5.1
社債・CP	6,499	3.6	5.7
銀行借入	1,409	6.5	2.9
レバレッジドローン	1,137	14.6	15.4
非法人企業	5,791	5.6	7.2
商業不動産	2,431	4.5	6.2
家計	15,766	3.2	5.4
不動産	10,415	2.7	5.5
消費者信用	4,057	5.1	5.2
学費ローン	1,607	5.1	9.3
自動車ローン	1,173	3.9	5.0
クレジットカード	1,031	4.0	3.1
名目GDP	21,339	4.6	4.2

（注1）2019年6月時点。  
（注2）年率平均は1997-2019年2Q。  
（出所）FRBより大和総研作成

<sup>1</sup> Board of Governors of the Federal Reserve System, “Financial Stability Report”（2019年11月）  
<https://www.federalreserve.gov/publications/files/financial-stability-report-20191115.pdf>

レバレッジドローンに統一された定義はないが、相対的に信用リスクが高い企業に対する融資を指し、日本銀行によれば、「一般に、借り手が BB 格以下の投機的格付けであるローン」としている<sup>2</sup>。投機的格付けの社債であるハイイールド債と並び、格付けが低い企業の資金調達手段として存在感を増している。定義が異なるため融資残高ははっきりしないが、BIS の調査では米国における残高は 1.17 兆ドルとなっている（2019 年 9 月末時点）。担保があり債務返済順位が高いことや、金融機関が債務者に対し、一定条件を満たすと即座に債務返済を迫ることができるといったような財務制限条項が付いていることから、ハイイールド債と比較してリスクが低いとされている。また、レバレッジドローンの多くは変動金利であるため、米国の政策金利引き上げ（2015 年 12 月以降）に伴う金利上昇で投資家に選好され、発行が増えたとの指摘がある<sup>3</sup>。

レバレッジドローンは一定部分が CLO（Collateralized Loan Obligation）の裏付資産として証券化されている。CLO の残高はここ数年、特に米国で急増しており、米国証券業金融市場協会（SIFMA）によれば 2019 年 3 月末時点で 6,058 億ドルに達している。CLO の急増に対して、各国中銀や国際機関等の金融監督当局は強い警戒感を持っているとみられ、CLO に関連するレポートが相次いだ<sup>4</sup>。これらのレポートでも指摘されているように、現在発行されている CLO は、リーマン・ショック前に発行された CDO（Collateralized Debt Obligation）等の証券化商品ほど複雑な構造ではない。例えば再証券化や、CDS（Credit Default Swap）を用いたシンセティック型の証券化等は限定的で、発行体が SIV（Structured Investment Vehicle）等になって保有構造がわかりにくくなっているわけでもない。投資対象としてのリスクは、専ら CLO の裏付け資産となっている企業のレバレッジドローンであり、事業環境悪化に伴って借り手である企業の債務返済が急速に滞ることだろう。

2020 年 2 月に公表された FRB の銀行ストレステストのシナリオでは、事業環境悪化に伴って企業の債務返済が滞り、レバレッジドローンや CLO の市場が混乱することが想定されている<sup>5</sup>など、警戒感を強めている様子が見て取れる。FRB が警戒しているのはレバレッジドローンだけではなく、低金利環境下における企業の安易な資金調達の拡大だと考えられる。

3 月初の市場の動揺を受け、レバレッジドローンの価格インデックスは急落した（図表 3）。米国企業の CDS プレミアムが上昇するなど、世界経済の先行き不透明感が強まる中で、米国企業の信用リスクの高まりが意識されていると考えられよう。新型コロナウイルスの蔓延がどの程度続き、事業活動へのダメージがどの程度大きくなるかにもよるが、仮に問題が長期化すれば米国企業の信用リスクの高まりは一段と意識されることになろう。

<sup>2</sup> 日銀レビュー「米国クレジット市場の最近の動向について」2019-J-3、2019 年 3 月

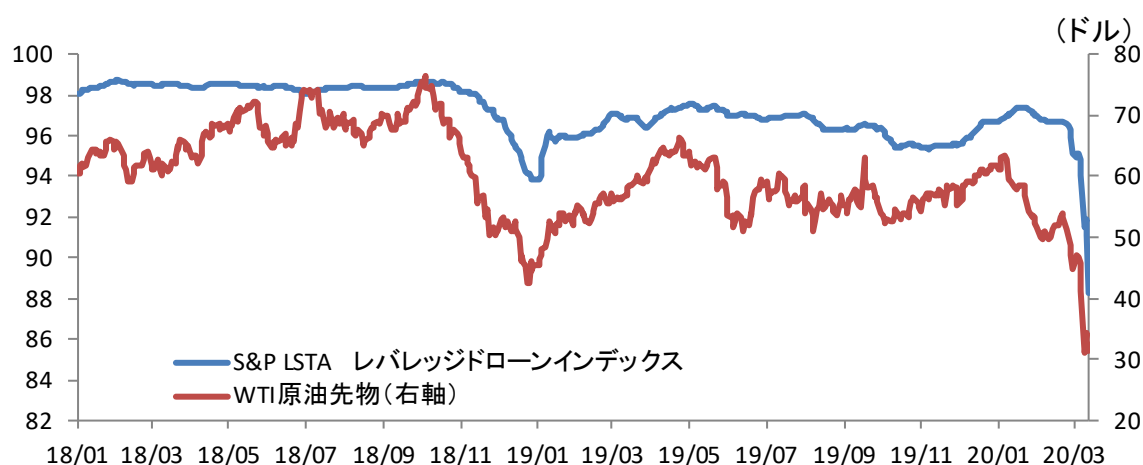
[https://www.boj.or.jp/research/wps\\_rev/rev\\_2019/data/rev19j03.pdf](https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/rev_2019/data/rev19j03.pdf)

<sup>3</sup> 脚注 2 資料参照

<sup>4</sup> FRB の FSR の他、例えば、イングランド銀行の“Financial Stability Report”（2018 年 11 月）、IMF の“Global Financial Stability Report”（2019 年 10 月）、日本銀行の「金融システムレポート」（2019 年 10 月）、FSB の“Vulnerabilities associated with leveraged loans and collateralised loan obligations”（2019 年 12 月）に記載されている。

<sup>5</sup> Federal Reserve Board “2020 Supervisory Scenarios for Annual Stress Tests Required under the Dodd-Frank Act Stress Testing Rules and the Capital Plan Rule”（2020 年 2 月）

図表3 レバレッジドローン価格インデックスと WTI 原油先物の推移



(注) 直近値は2020年3月13日。

(出所) LSTA、NYMEX、Bloomberg より大和総研作成

## 資金調達市場の動揺

レバレッジドローンを含む企業債務増加のリスクの一つは投資家側にあると考えられる。資金を市場で調達して投資しているのであれば、調達資金の借り換えができずに保有する CLO 等の資産を売却する可能性がある。2019年9月半ばに、米国の主な資金調達市場の一つであるレポ市場が動揺したことは、投資家の借り換えが困難になって、投資資産を売却するリスクが高まった事例と言えよう。レポ市場等での資金調達に依存していない投資家であっても、保有資産の価格の下落につながり得る。

リーマン・ショックを含む世界金融危機の際、米国で一部の MMF (マネー・マーケット・ファンド) が元本割れを起こしたことで、MMF から投資資金が一部引き揚げられた。MMF は投資資金の引き揚げに備えて、投資対象を信用リスクがない T-Bill (短期国債) にシフトさせた<sup>6</sup>。MMF は CP 市場への主な資金供給源であったことから、資金調達が困難になった CP 発行体が保有資産を投げ売りし、例えば日本の株式を売却することで、危機が世界に拡大した面がある。当時と状況は異なるが、レポ市場での資金調達が困難になれば、様々な投資行動に問題が生じてグローバルにリスクを増幅させる要因になり得るだろう。

2019年9月のレポレート急上昇は、FRBのバランスシート縮小に伴って、FRBが供給する準備預金残高が民間銀行の準備預金需要を下回ったことが背景にあると要約できる<sup>7</sup>。G-SIBsをはじめとする大手銀行が、様々な規制等を背景に、大量の超過準備を抱えながらも、レポ市場への資金放出を避けたとみられる。FRBは、準備預金残高の復元を図るため、10月11日に臨時のFOMC(金融政策決定会合)を開催し、少なくとも2020年の第2四半期まで、毎月およそ600億

<sup>6</sup> 大和総研 調査本部【特別レポート】「欧州金融財政危機と世界経済」(2011年10月19日)の第4章参照。  
<http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/world/11101901world.html>

<sup>7</sup> 矢作大祐、鳥毛拓馬 大和総研レポート「米国ヒアリング報告：経済・金融の注目点は？」(2019年11月28日)参照。  
[https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20191128\\_021157.html](https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20191128_021157.html)

ドルの T-Bill を買入れることを決定した<sup>8</sup>。FRB は、この T-Bill 購入はこれまで行われてきた量的緩和とは位置付けが異なり、あくまで「テクニカルな措置」であるとしている。これに加え、随時レポオペで資金供給を行う<sup>9</sup>ことも決定している。

2020 年 3 月上旬、レポオペへの需要が強まっているにもかかわらず、NY 連銀は従来計画されていた通りにオペ額を縮小した。その際、応札倍率が急伸するなど、金融機関の流動性需要の高さが確認された。3 月 15 日、FRB は緊急の FOMC を開催し、①FF レートの誘導レンジを 0-0.25% に引き下げ、②今後数カ月で国債を少なくとも 5,000 億ドル、MBS を少なくとも 2,000 億ドル買入れ、4 月 13 日までにエージェンシーMBS をおよそ 800 億ドル（再投資を含む）買入れ、③1 カ月物、3 カ月物のタームオペを 5,000 億ドルずつ（週 1 回）、2 週間物を少なくとも 450 億ドル（週 2 回）、オーバーナイト物を少なくとも 1,750 億ドル（毎日）行う、と発表した<sup>10</sup>。①の利下げは、3 月 3 日の 50 ベーシスポイントの利下げに続いて行われ、残された利下げ余地をすべて使い切った。②の資産買い入れについては、すでに 3 月 12 日に、毎月 600 億ドル分行われている T-Bill 買入れを、中長期国債・インフレ連動債・変動利付債などにも対象を広げることが決定されていたが、これにさらに上乘せする形で資産買入れが決定された。これにより金融機関が必要に応じて流動性を確保できる機会が増えたことになる。副次的な影響として、イールドカーブ全体に下押し圧力がかかることが考えられる。③の流動性供給は銀行部門分の流動性需要を満たすことに加え、量的緩和に匹敵する額のオファー額を提示することにより FRB が資金供給を強力に行う姿勢を示し、市場に安心感を与える効果が期待される。

もともと、FRB の資金供給増は非金融部門の資金繰りの改善には直結しない。例えば、「相対的に信用リスクが高い企業に対する融資」であるレバレッジドローンの借り手や、原油価格が急落したエネルギー関連企業で資金繰りがひっ迫することは容易に予想される。資金繰りの不安は信用リスク・債務不履行の懸念につながることから、非金融部門への流動性供給の拡大、信用緩和が求められることになる。レバレッジドローンの価格が下落していることから、特に格付けの低い企業の信用への懸念が高まっているとみられる。

BOE（イングランド銀行）や ECB（欧州中央銀行）の政策対応には、民間銀行による中小企業を中心とした非金融部門に対する貸出拡大のインセンティブが含まれており、非金融部門への流動性供給を促進する政策パッケージとなっている。一方、米国では直接金融が主であるため、欧州とは違った対応が必要となる。リーマン・ショック前後に、FRB は幅広い主体を対象に CP などの民間の債務を受け入れた資金供給の拡大は「信用緩和」と呼ばれた。銀行部門への資金供給に続き、リーマン・ショック前後と同様に、非金融部門の信用リスクへの対応が必要になってくる可能性もある。ボストン連銀のローゼングレン総裁が述べている<sup>11</sup>ように、資産買入れの対

<sup>8</sup> NY 連銀, “Statement Regarding Treasury Bill Purchases and Repurchase Operations” (October 11, 2019) [https://www.newyorkfed.org/markets/opolicy/operating\\_policy\\_191011](https://www.newyorkfed.org/markets/opolicy/operating_policy_191011)

<sup>9</sup> 2020 年 1 月の FOMC で少なくとも 2020 年 4 月まで行うこととされ、期限が延長された。

<sup>10</sup> NY 連銀, “Statement Regarding Treasury Securities, Agency Mortgage-Backed Securities, and Repurchase Agreement Operations” (March 15, 2020)

[https://www.newyorkfed.org/markets/opolicy/operating\\_policy\\_200315](https://www.newyorkfed.org/markets/opolicy/operating_policy_200315)

<sup>11</sup> Eric S. Rosengren, “Observations on Monetary Policy and the Zero Lower Bound” (March 6, 2020)

象を広げることが考えられる。もともと、リーマン・ショック時に信用緩和を可能にした根拠法には、リーマン・ショック後に成立したドット＝フランク法により制限が付されている。そのため現在 FRB が民間の発行する証券等を購入するためには、財務長官と協議のうえ、緊急貸付の方針及び手続きを定め、それに従う必要がある。危機が深刻化する前に対応策の策定が求められる。

また金融機関にとって、与信先企業の破綻リスクが高まることは、損失を計上し、自己資本を毀損するリスクが高まることである。資金繰りの悪化が見込まれる金融機関はインターバンク市場での資金調達が難しくなる恐れがある。もとより、2019年9月に起きたレポ市場の動揺の背景となった規制上の要件が、短期市場への資金放出の障害であるならば、金融機関同士の取引は低調になることも考えられる。仮に資金繰りが悪くなっても、それが FRB のオペレーション等の対象である金融機関であれば、「最後の貸し手」である FRB が資金を供給できる可能性が高い。しかし、対象でない金融機関が資金を調達できなくなれば、保有資産を投げ売りし、問題がグローバルに広がる懸念が高まることになる。