

2020年3月31日 全8頁

CL0、ノンバンク保有にスピルオーバー懸念

ノンバンク保有の劣後トランシェへの損失、銀行に飛び火する恐れ

金融調査部 主任研究員 鈴木利光

[要約]

- 2019年12月19日、金融安定理事会（FSB）は、「レバレッジドローン及びCL0に関する脆弱性」（FSBレポート）を公表している。
- CL0（Collateralised Loan Obligations）は、レバレッジドローン（非投資適格企業向けの融資、すなわち「BB」格以下の企業向けの融資）を原資産とし、そのキャッシュフローを裏付資産とする証券化商品であり、特に2019年以降、モニタリングの必要性が指摘されるようになっている。
- CL0は、その保有者が不明の割合が14%と、四番目に多い。また、保険会社やヘッジファンド等のノンバンクもCL0の主要な保有者であり、その保有にはメザニンやエクイティが含まれることが推察されている。
- このような状況下にあっては、銀行とノンバンクとの間の間接的なリンケージの度合いにもよるが、ノンバンクが保有するCL0に損失が生じた場合、銀行にもそれが飛び火（スピルオーバー）する可能性がある。

1. はじめに

2019年12月19日、金融安定理事会（FSB）は、「レバレッジドローン及びCL0に関する脆弱性」（Vulnerabilities associated with leveraged loans and collateralised loan obligations）（以下、「FSBレポート」）を公表している¹。

特に2018年以降、マクロ経済情勢の悪化や経済成長速度の鈍化がささやかれるたびに、急激な市場拡大を遂げていたレバレッジドローン（非投資適格企業向けの融資、すなわち「BB」格以下の企業向けの融資をいう。）への懸念が表明されている²。

そうしたレバレッジドローンを原資産とし、そのキャッシュフローを裏付資産とするCL0

¹ FSB ウェブサイト参照

(<https://www.fsb.org/2019/12/fsb-report-assesses-vulnerabilities-of-leveraged-loans-and-clos/>)

² 規制監督当局や中央銀行による「懸念表明」の具体例については、FSBレポートの脚注1を参照されたい。

(Collateralised Loan Obligations) についても、特に 2019 年以降、モニタリングの必要性が指摘されるようになっている³。

日本国内では、2019 年 3 月 15 日、金融庁が、海外営業拠点を有する金融機関の自己資本比率規制を改正し、CLO を念頭に置いた「リスク・リテンション規制」(p. 7 参照)を導入したことが記憶に新しい⁴。

本稿では、FSB レポートの公表を契機として、CLO について、その景気後退局面における潜在的な脆弱性を中心に、要約する。

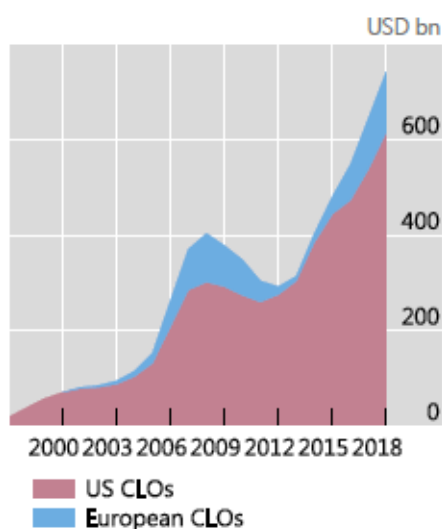
2. 改めて CLO とは

2007 年から 2008 年にかけての金融危機（以下、単に「金融危機」）の主要因の一つに、サブプライム MBS (Mortgage-Backed Securities) を原資産とする CDO (Collateralised Debt Obligations) (以下、「サブプライム CDO」) がある。

金融危機を境に、サブプライム CDO の発行は止んだ。しかし、その穴を埋めるかのように、別の形の証券化商品の市場が大きな伸びを見せている。その代表例が、CLO である。

CLO の発行残高は、2015 年以降急激に伸び、2018 年末時点で 7,430 億ドルに達しており、金融危機前の水準を大きく上回っている (図表 1 参照)。

図表 1 CLO 発行残高



(注) 発行残高のうち、約 83%が“US CLOs”、約 17%が“European CLOs”
(出所) FSB レポート、Graph 2 右、“US and EU CLOs outstanding”

³ 日本国内では、金融庁が、2019 年 9 月 10 日に実施した主要行との意見交換会において、レバレッジドローン・CLO 投資へのモニタリングの必要性を強調している。

(<https://www.fsa.go.jp/common/ronten/201909/02.pdf>)

⁴ 金融庁の「リスク・リテンション規制」の詳細については、以下の大和総研レポート等を参照されたい。

■ 「証券化商品の取扱いの見直し」(金本悠希、2019 年 5 月 29 日)(レポート)

(https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/regulation/20190529_020817.html)

■ 「リスク・リテンション規制は CLO への投資を抑制するか」(金本悠希、2019 年 6 月 11 日)(コラム)

(https://www.dir.co.jp/report/column/20190611_010263.html)

このように、その市場が急激な成長をしているという点で、金融危機前のサブプライム CDO との類似性が認められる CLO を取り巻く状況について、改めて紹介したい。

(1) CLO 市場概観

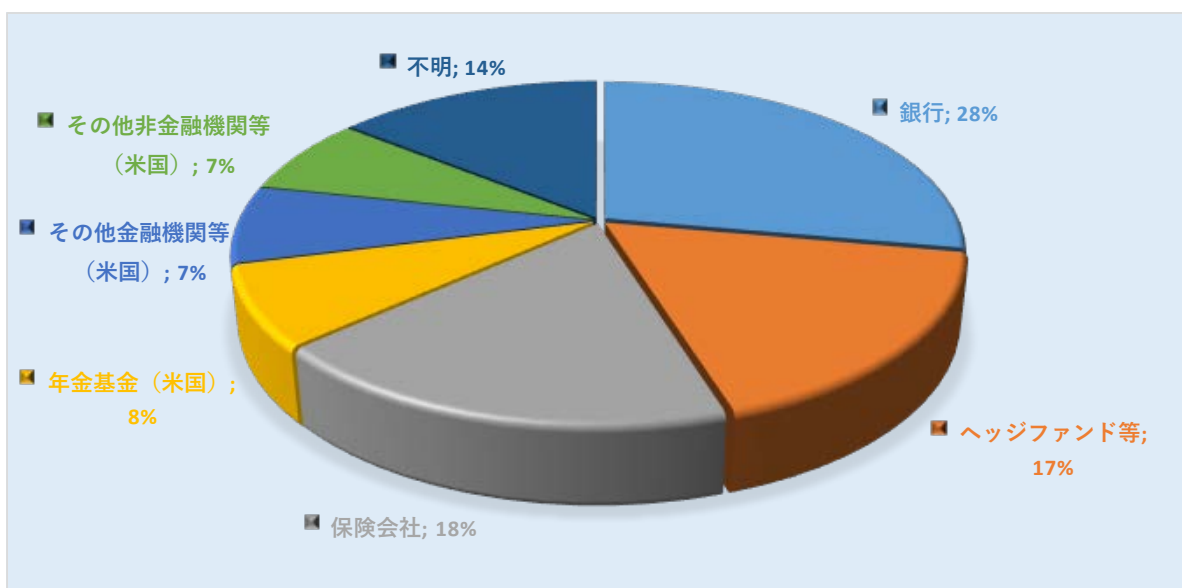
CLO の最大の保有者は、低金利下でイールドを求める銀行（米国、ユーロ圏、英国、日本）であり、全体（7,430 億ドル）の約 28%（2,070 億ドル）を占めている（図表 2 参照）。

銀行の中では、日本の銀行が最大の保有者であり、全体の約 14.4%（1,070 億ドル）を占めている。米国の銀行（全体の約 11.4%、850 億ドル）、ユーロ圏の銀行（全体の約 1.7%、130 億ドル）、そして英国の銀行（全体の約 0.2%、12 億ドル）が後に続く。

ノンバンクである保険会社やヘッジファンド等も主要な保有者であり、それぞれ、全体の約 18%（1,350 億ドル）、全体の約 17%（1,290 億ドル）を占めている（図表 2 参照）。

なお、保有者が不明の割合が四番目に多く、全体の約 14%（1,060 億ドル）を占めている（図表 2 参照）。

図表 2 CLO 保有割合（2018 年末時点）



(出所) FSB レポート、Graph 7 右、“Holders of CLOs” を基に大和総研金融調査部制度調査課作成

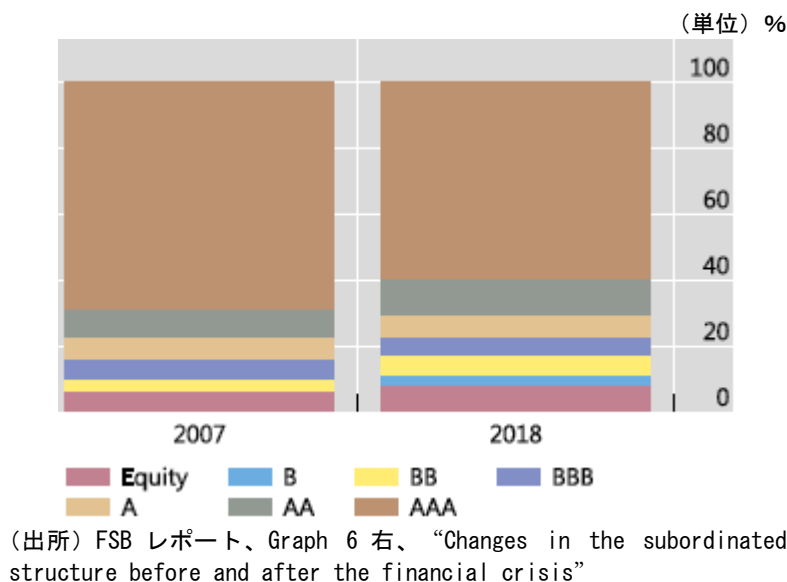
(2) CLO のスキーム

CLO は、資産担保証券 (ABS: Asset Backed Securities) の一種であり、特別目的事業体 (SPV: Special Purpose Vehicle) により発行される。

SPV は、債券（優先トランシェ、メザニン）、エクイティの形態で CLO を発行し、そこで調達した資金を元に、原資産となるレバレッジドローン（多くは銀行によるシンジケートローン）のポートフォリオを購入する。

CLO は、金融危機を境に、メザニン、エクイティの割合を増加させており、優先トランシェ（「AAA」格）の債権者保護の度合いを強めている（図表3参照）。

図表3 CLO トランシェの内訳（2007年-2018年比較）



後述 (p.6 参照) のとおり、銀行の CLO 保有の多くは優先トランシェ（「AAA」格）となっている。そのため、メザニンやエクイティの CLO を保有しているのは、保険会社やヘッジファンド等のノンバンクであることが推察される。

CLO の一般的なトリガーに、「担保価値保全テスト」(Overcollateralisation (OC) test)、「利払い充足テスト」(Interest coverage (IC) test)、そして「『CCC』格担保上限テスト」(CCC-rated limit) の三つがある。

「担保価値保全テスト」は、原資産の担保価値を全トランシェ残高で除した割合を一定以上（一般的に「105～120%」）に保つことをいう。

「利払い充足テスト」は、裏付資産からの利息収入を全トランシェへの利払いで除した割合を一定以上（一般的に「105～120%」）に保つことをいう。

これらのテストを下回った場合、裏付資産の元本返済額や利息収入で得たキャッシュフローを、エクイティやメザニンの利払いには充てず、優先トランシェの債務返済に充てる。これは、CLO のデレバレッジ（債務圧縮）を促し、再びこれらのテストを上回るようにするための措置である。

そして、「『CCC』格担保上限テスト」は、原資産に占める「CCC」格の担保の割合を一定以下（一般的に「5～7.5%」）に抑えることをいう。このテストを上回った部分の「CCC」格資産は、「担保価値保全テスト」の分子（原資産の担保価値）への算入に際して、時価評価を強いられる。

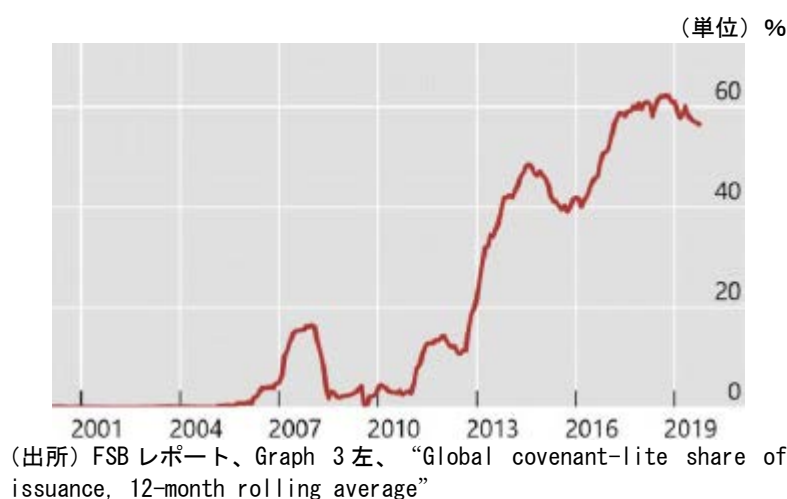
さらに、CLO を他の証券化商品と区別させる特徴としては、その多くがアクティブに運用され

ている、という点が挙げられる。CLO マネージャーは、CLO の再投資期間（通常は「4～5 年」）中、原資産ポートフォリオの担保価値を保全すべく、積極的に新たなレバレッジドローンを購入する。

(3) CLO の脆弱性

CLO の原資産であるレバレッジドローンにあつては、2009 年以降、借り手に課される財務制限条項（コベナント）が緩和された「コベナントライト・ローン」が増加しており、融資基準が緩和傾向にある（図表 4 参照）。

図表 4 レバレッジドローン：コベナントライト・ローンの割合推移

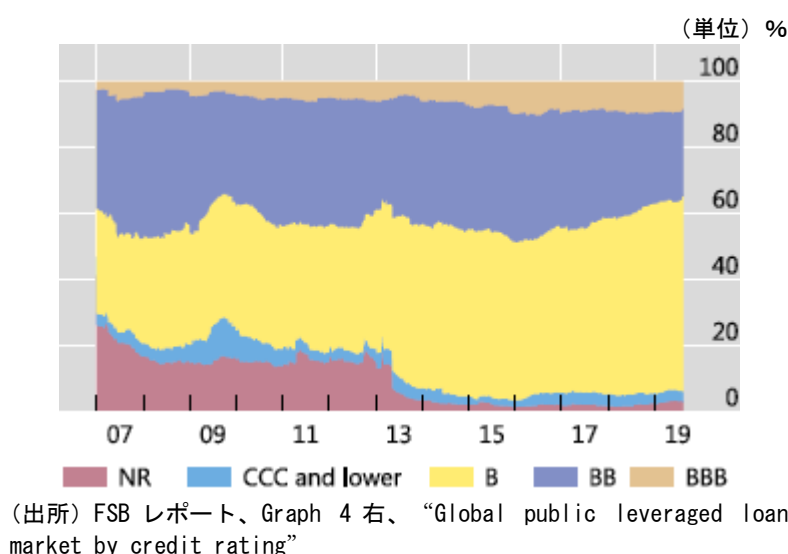


金融庁は、この点について、2018 年 11 月 13 日に実施した主要行との意見交換会において、「今後、金利上昇に伴い債務者の利払い負担が増大し、景気後退局面においてローン回収率の低下が懸念される状況にある」、「あらかじめ定める融資基準に抵触するにも関わらず実行される案件が一部に見られており、市況に過熱感がある中においてはより慎重な対応が必要となっている」との懸念を示していた⁵。仮にこうした懸念が実現するとなると、前述の「利払い充足テスト」への抵触が問題となり得る。

また、レバレッジドローンの質（格付け）は、とりわけ 2015 年以降、「B」格以下の割合が増えており、劣化が続いている（図表 5 参照）。

⁵ 金融庁ウェブサイト参照 (<https://www.fsa.go.jp/common/ronten/201811/02.pdf>)

図表5 レバレッジドローン：格付割合遷移



そもそもCLOは、その魅力的なスプレッドから、主に「B」格のレバレッジドローンを購入する。仮に、原資産となるレバレッジドローンの格下げが止まらず、「CCC」格の割合が増えることとなると、前述の『「CCC」格担保上限テスト』、ひいては「担保価値保全テスト」への抵触が問題となり得る。

その他、CLOに内在するリスクとしては、「信用リスク」、「マーケット・リスク」、「流動性リスク」、「為替リスク」、そして「レピュテーション・リスク」が挙げられている。

「信用リスク」は、原資産となるレバレッジドローンがデフォルトした場合に具現化する。米国のレバレッジドローンのデフォルト率（5年累積）は、2000年代初頭の景気後退局面では約25%、金融危機時では約20%であった。

とはいえ、FSBレポートによると、「AAA」格トランシェのCLOの信用リスクは低い。日本銀行も、「金融システムレポート（2019年10月号）」にて、同様の見解を示している⁶。なお、同じくFSBレポートによれば、保有するCLOに占める「AAA」格トランシェの割合でいうと、日本の銀行が「99%」、米国の銀行が「77%」、英国の銀行が「50%強」となっている⁷。

「マーケット・リスク」は、CLOポジションの評価損が発生するという形で具現化する。

「流動性リスク」は景気後退局面で多くのレバレッジドローンの借り手が融資枠を引き出す場合、「為替リスク」は外貨CLOを保有している場合、そして「レピュテーション・リスク」はハイボリュームでCLOを保有する場合に、それぞれ具現化する。

⁶ 日本銀行ウェブサイト参照 (<https://www.boj.or.jp/research/brp/fsr/fsr191024.htm/>)

⁷ ユーロ圏の銀行については、CLOトランシェの格付けは未公表。

(4) CLO の規制枠組み

金融危機の教訓から、日米欧の規制当局は、それぞれ、CLO をはじめとする証券化商品のオリジネーターにそのリスクの一部の継続保有を求める、「リスク・リテンション規制」を導入している。

欧州連合 (EU) は、2014 年、原資産のオリジネーターに該当する銀行に対し、そのエクスポージャーの 5%以上を継続保有することを求める規制を導入している。この規制は、その CLO が EU 域内の投資家に販売されている限り、EU 域外の第三国に籍を置くオリジネーターに対しても適用される。

米国では、CLO については「リスク・リテンション規制」が免除されているに等しい状況となっている。米国も、2016 年、原資産のオリジネーターに対し、そのエクスポージャーの 5%以上を継続保有することを求める規制を導入している。この規制は、当初は、「バランスシート CLO」(原資産がオリジネーター銀行 (又はそのグループ) のバランスシートにて保有されている CLO をいう。) と「オープンマーケット CLO」(CLO マネージャーが原資産をセカンダリー市場で購入する CLO をいう。) の双方に適用されていた。しかし、2018 年 4 月以降、「オープンマーケット CLO」がこの規制の対象外となっている。米国では、金融危機を境に、「バランスシート CLO」は市場から事実上姿を消しており、「オープンマーケット CLO」のみとなっている。

日本は、2019 年、証券化商品を保有する金融機関に対し、原資産のオリジネーターがそのエクスポージャーの 5%以上を保有していることが確認できない場合には、不適切な原資産の組成がなされていないと判断することができない限り、通常の 3 倍のリスク・ウェイトの適用を求める規制を導入している⁸。この規制は、CLO を念頭に置いたものとなっている。

(5) サブプライム CDO との相違

前述 (p. 3) のとおり、その市場が急激な成長をしているという点で、CLO は、金融危機前のサブプライム CDO との類似性が認められる。また、保険会社やヘッジファンド等のノンバンクが主要な保有者であるという点も、CLO とサブプライム CDO との類似性に挙げられる。さらに、原資産であるレバレッジドローンの質 (格付け) が 2015 年以降劣化し続けている点も、サブプライム CDO を想起させる。

しかし、両者には、重大な相違がある。

まず、CLO は、サブプライム CDO と比較して、それほど複雑なスキームではない。というのも、CLO は、サブプライム CDO と異なり、再証券化や CDS (Credit Default Swap) の活用が行われていないからである。

また、CLO は、サブプライム CDO と比較して、短期の資金調達に依存しておらず、流動性変換をほとんど行っていない。というのも、CLO は、サブプライム CDO と異なり、レポ取引の担保と

⁸ 日本のリスク・リテンション規制の詳細は、脚注 4 に列挙した大和総研レポート等を参照されたい。

して用いられることが一般的ではないからである。

こうした相違もあつてか、前述 (p. 6) のとおり、FSB レポートによると、「AAA」格トランジェの CLO の信用リスクは低いとされている。

3. おわりに

FSB レポートは、CLO の脆弱性を指摘したにとどまり、新たな政策的アプローチを示しているわけではない。ただ、そのことをもって、FSB が CLO の安全性を保証しているということにはならない。

というのも、CLO は、その保有者が不明の割合が 14%と、四番目に多い (p. 3 参照)。また、保険会社やヘッジファンド等のノンバンクも CLO の主要な保有者であり、その保有にはメザニンやエクイティが含まれることが推察されている (p. 3, 4 参照)。

このような状況下にあつては、銀行とノンバンクとの間の間接的なリンクの度合いにもよるが、ノンバンクが保有する CLO に損失が生じた場合、銀行にもそれが飛び火 (スピルオーバー) する可能性がある。

そのため、FSB は、CLO およびその原資産のレバレッジドローンについて、注視を続けることとしている。

以上