



# BTMU Focus USA Weekly

三菱東京UFJ銀行 経済調査室ニューヨーク駐在情報

MUFG Union Bank, N.A. Economic Research NY

Hiroshi Kurihara | 栗原 浩史

Director and Chief U.S. Economist

+1(212)782-5701, [hikurihara@us.mufg.jp](mailto:hikurihara@us.mufg.jp)

A member of MUFG, a global financial group

July 3, 2015

## <FOCUS>

### 金融出口戦略について②：増加してきたハイリスク金融商品の行方

- 米国では、金融危機以降において低金利環境が長期化してきた。信用が全体として大幅に拡大した状況にはないが、相対的に利回りが高くリスクも高い金融商品への投資需要はここ数年強まってきた。
- 企業向け信用において、レバレッジドローンの残高は、2015年5月末で8,400億ドル程度。実質ゼロ金利政策が導入された2008年末からは40%程度増加しており、特に2013年、14年に大きく増加。残高の対名目GDP比も上昇傾向にあり、2014年末で4.8%となっている。
- ハイイールド債券の残高は、2015年5月末で1.6兆ドル程度。2008年末からは2.7倍程度に増加しており、レバレッジドローン以上に急速に増加してきた。残高の対名目GDP比も大きく上昇し、2014年末で8.8%となっている。
- 家計向け信用において、サブプライム自動車ローンの残高は、「自動車ローン残高に占めるサブプライムの割合」が「最近の発行に占めるサブプライムの割合」と同じと仮定すれば2,100億ドル程度。名目GDP比では1.2%である。レバレッジドローンやハイイールド債券に比べれば、このところの増加ペースは緩やかで足元の残高も小さめと言える。
- 金融出口戦略の影響を考える際には、これらリスクの比較的高い金融商品の残高に加えて、“期間のミスマッチ”の拡大度合いも注目される。金融市場全般での“期間のミスマッチ”度合いを測る上で参考になるモーゲージREITの残高は、2008年末から2014年末にかけて3.3倍程度へ大きく増加。このためリスクの比較的高い金融商品について、適正な範囲を超えて“期間のミスマッチ”が拡大している可能性もありそうだ。
- レバレッジドローンとハイイールド債券残高の過剰部分の規模感について、2008年までの名目GDP比でみたトレンド線からの乖離を過剰とすれば、名目GDP比2.2%。2009年以降の名目GDP比の増加分を過剰とすれば、名目GDP比5.3%となる。この様な残高増加と“期間のミスマッチ”の拡大は、利上げを急速に行うと金融市場が不安定化するというリスクが少なからず存在すると同時に、一段の残高増加等を防ぐため、利上げを遅れず開始する要因ともなり得よう。

**【主要項目】**

はじめに -P3

**1. リスクの比較的高い金融商品の状況 -P3**

- (1) レバレッジドローン
- (2) ハイイールド債券
- (3) サブプライム自動車ローン

**2. “期間のミスマッチ”の拡大度合い -P5**

- (1) レバレッジドローンとハイイールド債券の投資家層
- (2) モーゲージ REIT の残高推移

**3. レバレッジドローンとハイイールド債券残高の過剰部分の規模感 -P6**

おわりに -P7

<FOCUS>金融出口戦略について②：増加してきたハイリスク金融商品の行方

はじめに

米国では異例の金融緩和政策が続いてきたが、足元で金融出口戦略の段階的な実施、なかでも利上げ開始が視野に入るなか、その経済への影響が注目される。金融出口戦略の経済への影響にかかわる注目点として、5月11日付 Weekly 「上昇してきた株価の行方」に続き、今回は「増加してきたハイリスク金融商品の行方」を取り上げる。

1. リスクの比較的高い金融商品の状況

米国では、金融危機以降において低金利環境が長期化してきた。信用が全体として大幅に拡大した状況にはないが、相対的に利回りが高くリスクも高い金融商品への投資需要はここ数年強まってきた。FRBをはじめとした金融規制当局も、リスクの比較的高い一部金融商品残高の拡大や基準金利に対する上乗せ金利の縮小等に対して懸念を表明してきた。

本稿では足元で注目されるリスクの比較的高い金融商品として、企業向け信用で「レバレッジドローン」と「ハイイールド債券」、家計向け信用で「サブプライム自動車ローン」について残高等を中心に確認する。

(1) レバレッジドローン

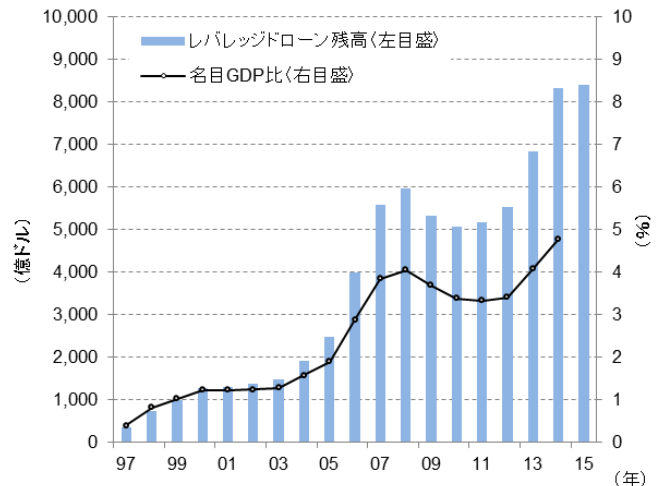
レバレッジドローンに明確な定義は存在しないが、その一般的な特徴として、①借り手の信用リスクが比較的高い、②複数の銀行によって組成された後（シンジケートド）、売買される、③不動産や設備等の特定の資産で担保される、④レバレッジ比率や金利カバレッジ比率、資本支出等への制限条項が設けられる、⑤金額が大きい、⑥変動金利が中心である、等が挙げられる<sup>1</sup>。

レバレッジドローンは、「M&A」や「企業のバランスシート再構築」、「一時的な配当支払い」等に使用されることが多い。

レバレッジドローンの残高は、2015年5月末で8,400億ドル程度（S&P Capital IQ 統計より、第1図）。実質ゼロ金利政策が導入された2008年末（6,000億ドル程度）からは40%程度増加しており、特に2013年、14年に大きく増加<sup>2</sup>。残高の名目GDP比も上昇傾向にあり、2014年末で4.8%となっている。

また、リスク選好が強まるなか、借り手に対する制限条項（コベナンツ）を緩和した形（コベナンツ・ライト・ローン）<sup>3</sup>での発行割合も増加してきた。

第1図：レバレッジドローン残高の推移



(注)『2015年』は5月末時点の数値。  
(資料) S&P Capital IQ統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

<sup>1</sup> レバレッジドローンについて、格付会社や規制当局等は「格付け」や「発行金利の基準金利に対するスプレッド」、「借り手企業のバランスシートと比較したローンの大きさ」等をもとに夫々に独自に分類している。

<sup>2</sup> FRBは、2008年12月に政策金利をほぼゼロ水準(0-0.25%)へ引き下げ、QE1を2009年3月に導入。

## (2) ハイイールド債券

ハイイールド債券は、低格付の企業により発行された相対的に高金利の社債である。有担保と無担保での発行があり、金利も変動型と固定型がある。レバレッジドローンと同様、M&A等を使途とした発行も多いほか、近年ではシェールガス・オイル関連のエネルギー企業による発行も増加してきた。

ハイイールド債券の残高は、2015年5月末で1.6兆ドル程度（S&P Capital IQ統計より、第2図）<sup>4</sup>。2008年末（6,000億ドル程度）からは2.7倍程度に増加しており、前述レバレッジドローン以上に急速に増加してきた。残高の名目GDP比も大きく上昇しており、2014年末で8.8%となっている。なお、ハイイールド債券残高が社債残高全体に占める割合は、2014年末で20%程度である<sup>5</sup>。

また、レバレッジドローンと同様、リスク選好が強まるなか、発行体に対する制限条項を緩和した形（コベナンツ・ライト・ボンド）の発行割合も増加してきた<sup>6</sup>。

## (3) サブプライム自動車ローン

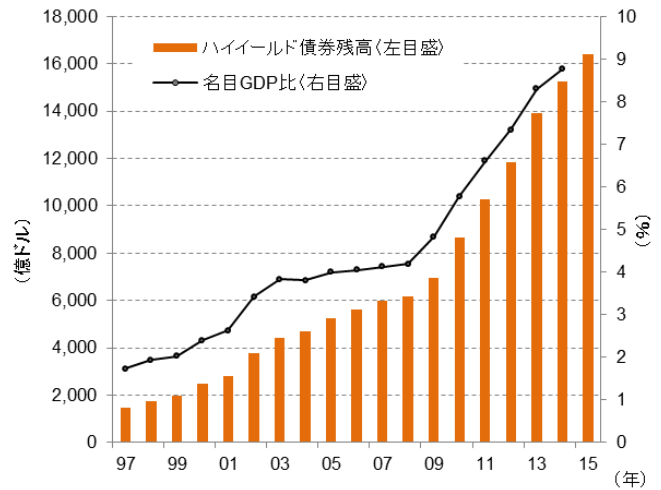
家計は金融危機以降においてバランスシート調整下にあった。そのため、家計向けでリスクの比較的高い金融商品残高の積み上がりは、企業向けに比べれば抑制されているとみられる。

サブプライム層（信用力の低い層）向けの貸出増加が住宅ローン以外の分野でしばしば指摘されるが、ここでは特に指摘の多いサブプライム自動車ローンの状況を確認する。

自動車ローン貸出額に占めるサブプライム向けの割合は（データが取得可能な）2014年4-6月期に22%程度（第3図）。過去と比較して特別に高い割合ではないが、2010年頃（18%程度）を底に割合は高まってきた。

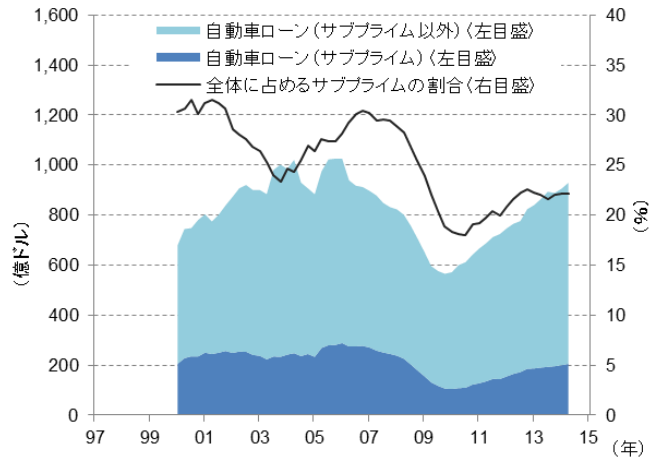
自動車ローン残高は、直近2015年1-3月期に0.97兆ドル程度となっており、2008年末からは22%程度増加した状態（ニューヨーク連銀統計）<sup>7</sup>。このうちサブプライム自動車ローンの

第2図：ハイイールド債券残高の推移



(注)『2015年』は5月末時点の数値。  
(資料) S&P Capital IQ統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図：自動車ローン新規貸出額の推移



(注) 1. 四半期平均値。  
2. ここでの『サブプライム』は信用スコアが620未満。  
(資料) ニューヨーク連銀資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

<sup>3</sup> レバレッジドローンに占めるコベナンツ・ライト・ローンの割合は、2012年の25%以下から2013年には40%程度へ上昇。  
<sup>4</sup> ここでのハイイールド債券残高は、有担保シニア債と無担保シニア債の合計。劣後債は含まない。  
<sup>5</sup> 2014年末時点の社債発行残高はSIFMA（米国証券業金融市場協会）によれば7.8兆ドル。2014年末のハイイールド債券の発行残高は1.5兆ドル。  
<sup>6</sup> ハイイールド債券のなかには、一定の条件下で利払いをスキップ可能なタイプもある。また、利払いを、現金ではなく追加の債券発行で行う可能性がある債券はPIK（payment-in-kind）と呼ばれている。

残高は、「自動車ローン残高に占めるサブプライムの割合」が「最近の発行に占めるサブプライムの割合」と同じと仮定すれば 2,100 億ドル程度。名目 GDP 比では 1.2%である<sup>8</sup>。企業向けのレバレッジドローンやハイイールド債券に比べれば、このところの増加ペースは緩やかで足元の残高も小さめと言える。

## 2. “期間のミスマッチ”の拡大度合い

金融出口戦略の影響を考える際には、これらリスクの比較的高い金融商品の残高に加えて、“期間のミスマッチ”の拡大度合い（短期調達と長期運用の組み合わせによる“過剰な満期変換”が発生している可能性）も注目される<sup>9</sup>。

### (1) レバレッジドローンとハイイールド債券の投資家層

残高が増加してきたレバレッジドローンやハイイールド債券は、不動産担保証券（MBS）等に比べれば短期調達に大きく依存する構造ではないものの、このところの投資家層の動きは“期間のミスマッチ”の拡大を示唆している可能性がある。

レバレッジドローンは通常アレンジャーとして組成する銀行のポートフォリオで多くは保有されず、ローン担保証券（CLO）や投資信託（≒ミューチュアル・ファンド、リテール・ローン・ファンド）、年金基金、保険会社、ヘッジファンド等へ売却される。主力の投資家は従来と変わらず CLO 等であるものの、近年は投資信託からの資金流入拡大も顕著となっている<sup>10</sup>。

また、ハイイールド債券についても、ミューチュアル・ファンドや上場投資信託（ETF）等による組み入れが拡大している模様だ。

<sup>7</sup> 家計債務全体（11.85 兆ドル）に占める割合は、住宅ローンが 69%、学生ローンが 10%、自動車ローンが 8%、クレジットカードが 6%、ホームエクイティローンが 4%、その他が 3%。

<sup>8</sup> 参考までに、金融危機以前のサブプライム住宅ローンの市場規模は 1.3 兆ドル程度、2006 年の名目 GDP（13.9 兆ドル）の 9.4%であった。（サブプライム）自動車ローンは（サブプライム）住宅ローンに比べれば、過剰な信用が積み上がり難いと考えられる。要因の一つとして、当該資産の価格上昇・転売を企図して借り入れるケースが少ない点を指摘できる。自動車は耐久消費財であるため、価値は時間とともに減価し、ローンもそれを前提に設計される。なお、ローンの差し押さえ時についても、自動車は住宅に比べて流動性が高いため、マイナス影響は相対的には小さいと言えそうだ。

<sup>9</sup> 2008 年秋以降の金融危機の原因としては、信用力に対する判断の誤りに加えて、金融市場における過剰な“期間のミスマッチ”が指摘されている。金融危機以前のサブプライム住宅ローン等を投資対象とした MBS は、満期が長い一方で短期の市場性運用商品である ABCP（資産担保付コマーシャルペーパー）の担保となり、短期の運用商品である MMF 等にも多く保有されていた。

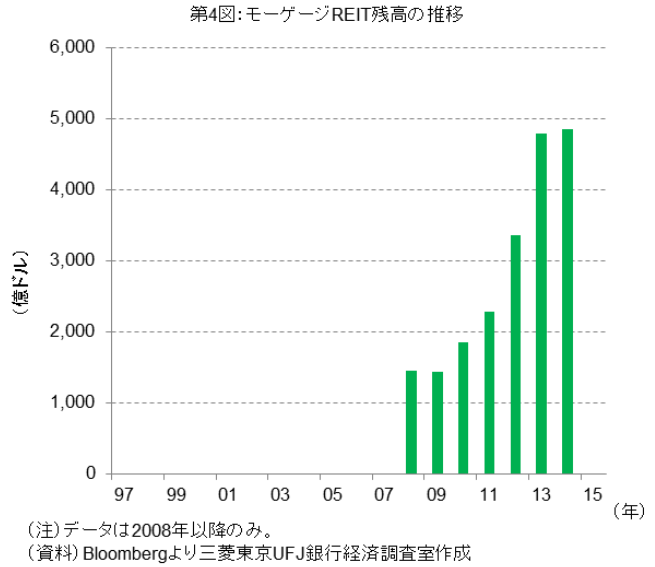
<sup>10</sup> 主に個人投資家向けのバンクローンファンドの残高は 1,500 億ドル程度。レバレッジドローン残高の 20%程度を占めている。なお、レバレッジドローンはバンクローンとも呼ばれる。

## (2) モーゲージ REIT の残高推移

これらリスクの比較的高い金融商品における“期間のミスマッチ”の強まり度合いを直接的に観察することは困難だが、モーゲージ REIT (不動産投資信託) の動向は参考になる。

モーゲージ REIT は MBS へ投資をし、その調達の大半を短期のレポ取引に依存している<sup>11</sup>。投資する MBS は、現状ファニーメイやフレディマックといった政府支援機関 (GSE) が発行・保証するエージェンシー MBS が大きな割合を占めているため、信用リスクは高くない<sup>12</sup>。それ故に、金融市場全般において“期間のミスマッチ”に対する志向の強まりは、モーゲージ REIT の残高増加として現れ易い。

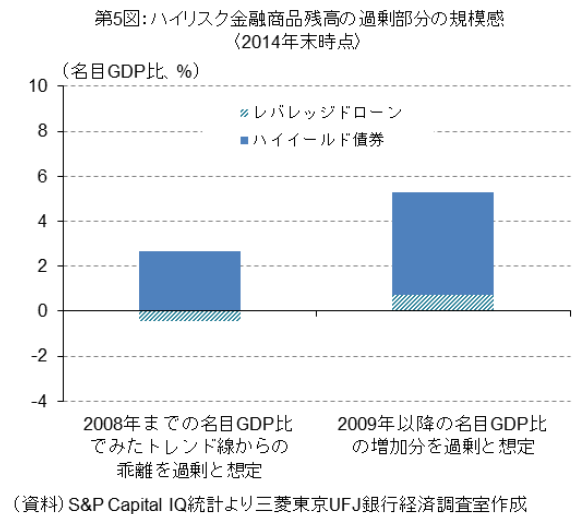
モーゲージ REIT の 2014 年末の残高は、2008 年末に比べて 3.3 倍程度へ大きく増加<sup>13</sup>。特に 2012 年、13 年頃の増加が顕著である。このためリスクの比較的高い金融商品について、適正な範囲を超えて“期間のミスマッチ”が進行している可能性もありそうだ。



## 3. レバレッジドローンとハイイールド債券残高の過剰部分の規模感

レバレッジドローンとハイイールド債券残高 (2014 年末時点) の過剰部分の規模感について、2008 年までの名目 GDP 比でみたトレンド線からの乖離を過剰とすれば、名目 GDP 比 2.2% (第 5 図)。2009 年以降の名目 GDP 比の増加分を過剰とすれば、名目 GDP 比 5.3% となる。

リスクの比較的高い金融商品のデフォルト率が足元で高い水準にあるわけではないが、このような残高増加と“期間のミスマッチ”の拡大は、利上げを急速に行うと金融市場が不安定化するというリスクが少なからず存在すると同時に、一段の残高増加等を防ぐため、利上げを遅れずに開始する要因ともなり得よう。



<sup>11</sup> モーゲージ REIT の収益構造は、MBS の金利とレポ金利に大きく左右される。MBS の金利が低下し、レポ金利が上昇すれば、収益を生み出すスプレッドが縮小する。金利収入の少なくとも 90% を投資家へ配当として支払わなければならない。

<sup>12</sup> 米国の住宅金融市場において“エージェンシー”とは、政府機関または政府支援機関のことを指す。エージェンシー MBS へ投資するモーゲージ REIT を、エージェンシー REIT と呼ぶ。

<sup>13</sup> ここでは Bloomberg 上のデータを集計した数値を、モーゲージ REIT の残高として使用。



## おわりに

金融出口戦略の経済への影響にかかわる注目点として、次回の「金融出口戦略について」では金利変動の米国経済への影響度合いを上げる。政策金利や国債金利の変化が実体経済に与える影響を、過去との比較等を通じみていきたい。

(栗原 浩史)

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

The information herein is provided for information purposes only, and is not to be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell or to buy or subscribe for securities or other financial instruments. Neither this nor any other communication prepared by The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd. (collectively with its various offices and affiliates, "BTMU") is or should be construed as investment advice, a recommendation to enter into a particular transaction or pursue a particular strategy, or any statement as to the likelihood that a particular transaction or strategy will be effective in light of your business objectives or operations. Before entering into any particular transaction, you are advised to obtain such independent financial, legal, accounting and other advice as may be appropriate under the circumstances. In any event, any decision to enter into a transaction will be yours alone, not based on information prepared or provided by BTMU. BTMU hereby disclaims any responsibility to you concerning the characterization or identification of terms, conditions, and legal or accounting or other issues or risks that may arise in connection with any particular transaction or business strategy. While BTMU believes that any relevant factual statements herein and any assumptions on which information herein are based, are in each case accurate, BTMU makes no representation or warranty regarding such accuracy and shall not be responsible for any inaccuracy in such statements or assumptions. Note that BTMU may have issued, and may in the future issue, other reports that are inconsistent with or that reach conclusions different from the information set forth herein. Such other reports, if any, reflect the different assumptions, views and/or analytical methods of the analysts who prepared them, and BTMU is under no obligation to ensure that such other reports are brought to your attention.