

バンクローン市場の現在～健全と言えるのか？

レバレッジドローン市場、いわゆるバンクローン市場に対して、リスクを警戒する指摘が少なくありません。たとえば、IMFのレポートでもバンクローン市場はすでにサイクルの後期であり、過去と比べて状況が悪化していると指摘しています。本稿では、なぜそのように指摘されるのか、バンクローン市場の現状を解説します。

2019年4月版のIMF「国際金融安定性報告書」(GFSR)での脆弱性評価

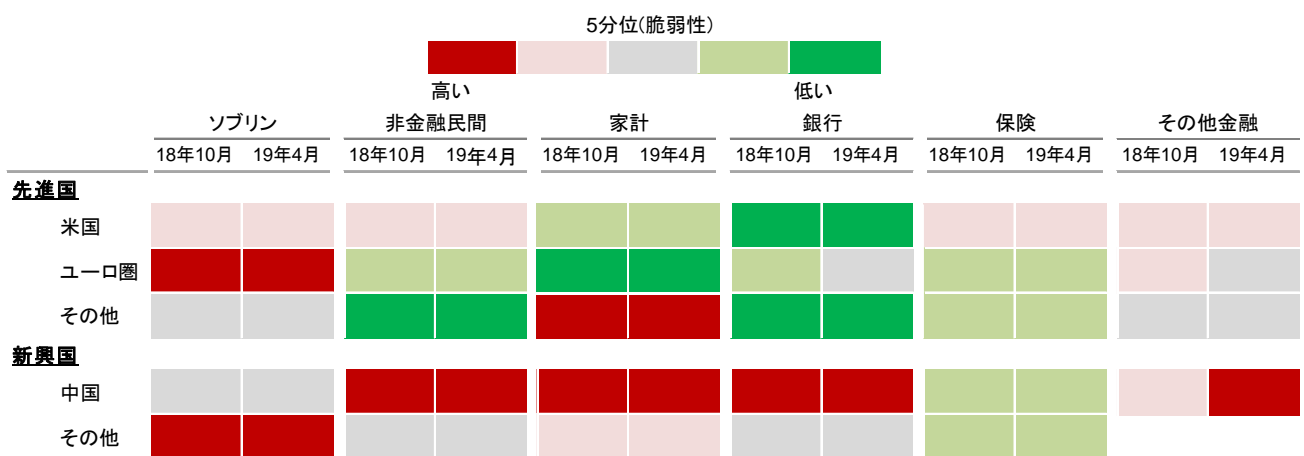
国際金融安定性報告書(Global Financial Stability Report、以下GFSR)とは、IMFが年2回発行する国際金融市場の安定性についてのレポートです。

2019年4月版では、セクター・地域毎の脆弱性を図表1のように評価しています。イタリアなどのユーロ圏のソブリン、中国の民間セクター、家計、銀行、そして新興国のソブリンなどが、脆弱性が

高いと評価されています。それに加えて、米国の非金融民間部門についても脆弱性があると指摘しています。具体的には、信用リスクが高いローンであるレバレッジドローン(いわゆるバンクローン)を含むクレジット市場の状況が悪化していると指摘しています。

そこで、本稿では、どのようにバンクローン市場の状況が過去と比べて悪化しているのか、解説します。

図表1 セクター・地域ごとの脆弱性評価



(出所) IMF “Global Financial Stability Report”(Apr-2019)より野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

バンクローンの市場規模・利回りの推移

バンクローンの市場規模は、金融危機以降、成長を続けています。図表2は、バンクローンの残高の推移を示しています。2009年以降、年率で約9.3%市場規模は拡大しており、この伸び率は米国の名目GDPの伸び率を上回っています。その結果、GDPに対するバンクローンの市場規模増加傾向にあります。この要因は、FRBを始めとする中央銀行の金融緩和と考えられます。低金利の中、利回り獲得を目的としてファンドやCLOの資金が流入しています。2018年後半は、プライムファンドと呼ばれるバンクローンへ投資するファンドは資金流出が相次いだものの、CLOなどの他の投資主体からの需要があったため、需給に大きな問題は発生していません。

利回りも金融危機以降は、安定的に推移しています(図表2右軸)。2018年12月には、一時的に価格が低下し、スプレッドは上昇しました。しかし、2019年1月以降はFRBが再び緩和的な姿勢を示したことで、スプレッドは縮小しています。したがって、引き続きバンクローンで資金を調達し

ようとする企業にとっては、それほど悪くない環境と言えるでしょう。

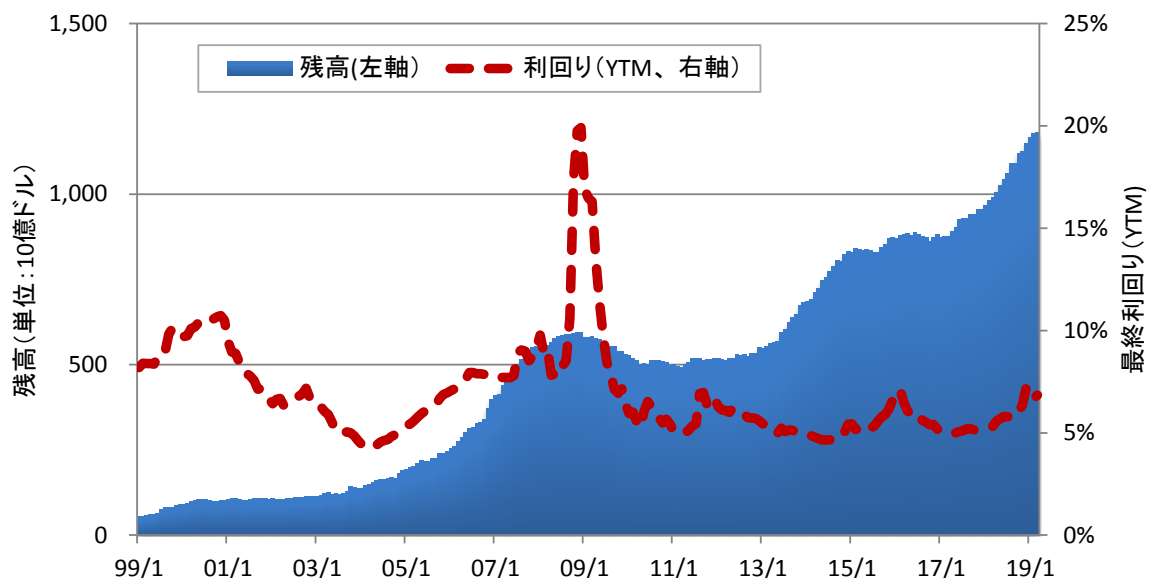
発行企業のレバレッジ(対キャッシュフロー、または資本)

バンクローンの発行体にとって良い環境、つまり資金調達がしやすい環境が続いていることから、発行企業のレバレッジは上昇しています。

図表3は、キャッシュフロー(EBITDA)に対する発行企業の債務の倍率の推移です。現状は、5倍程度で推移しています。これは、債務返済に現状のキャッシュフローすべてをあてたとすると5年程度かかることを意味します。この数値は、クレジットサイクルのピークと考えられる2007年と同程度の水準となっています。同時に、利息に対するキャッシュフロー(EBITDA)の倍率(インタレスト・カバレッジ・レシオ)も低下しています(図表3参照)。

以上のことから、現在のバンクローンは過去と比べて、デフォルトリスクは高い可能性があります。

図表2 米国バンクローンの市場規模、利回り(YTM)の推移

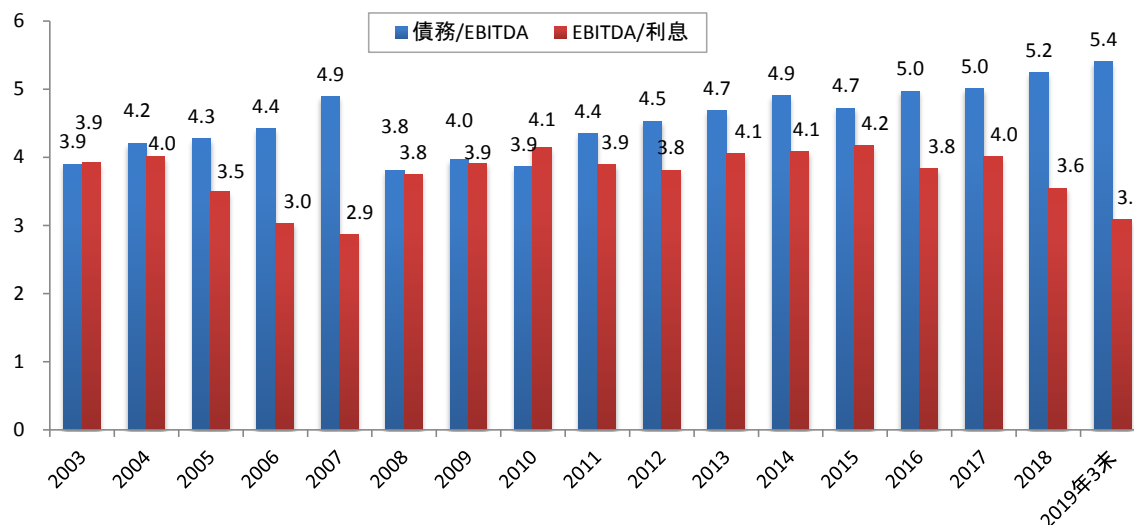


(注) SPLSTA LL インデックスに含まれるローンの残高(額面)、利回りの推移を利用

(出所) S&P Global Market Intelligence より野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

図表3 バンクローンのレバレッジの推移



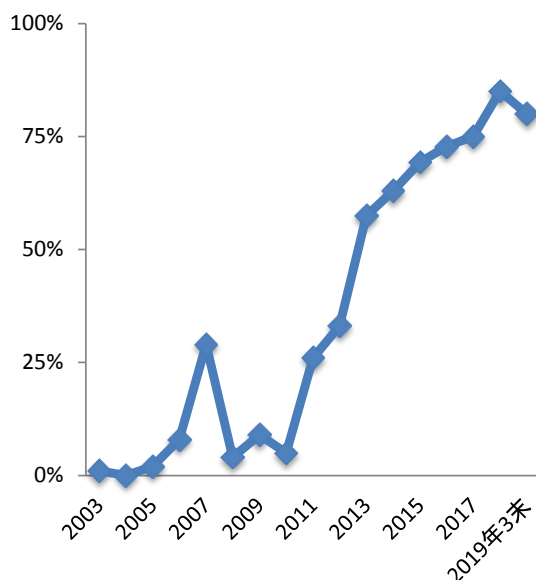
(注) L+225以上のスプレッドのローンを対象として集計されたデータ

(出所) S&P Global Market Intelligence より野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

コベナンツも緩和されている

以前から指摘されているようにローン契約に記載される特約条項であるコベナンツも緩和されています。

図表4 新規発行時のコベナンツ・ライトの比率



(注) 機関投資家向けローンのみを対象とした統計

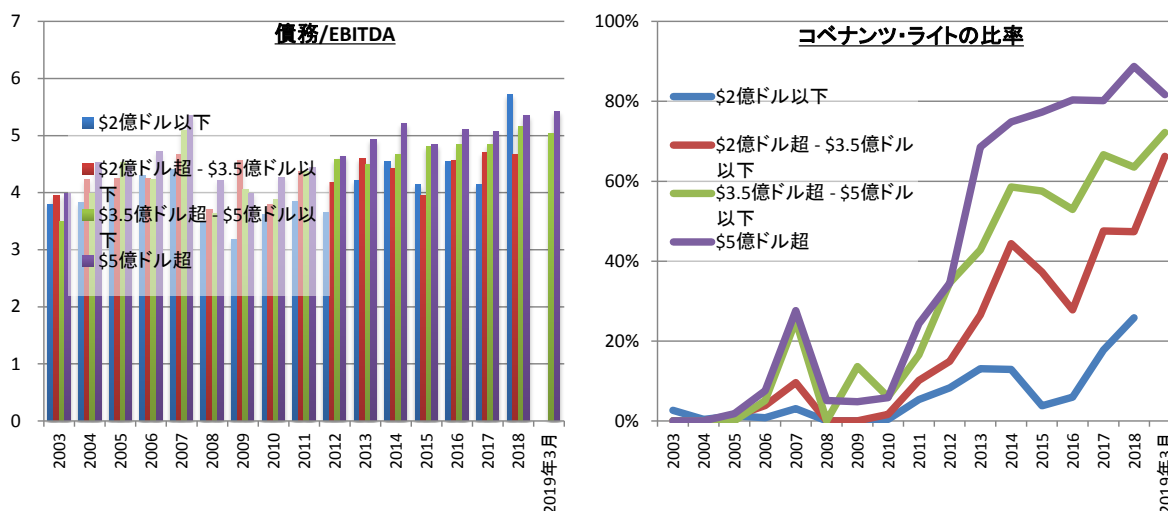
(出所) S&P Global Market Intelligence より野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

図表4は、新規発行されるローンのうちコベナンツが緩和されたローンであるコベナンツ・ライトの比率の推移を示しています。2018年は85%となるなど、近年はコベナンツ・ライトの比率が高まっています。また、コベナンツ・ライト以外のローンでも、附帯されるコベナンツの数が減少傾向にあります。現在は二つ以下のコベナンツのローンが大半のようです。コベナンツにはいくつか種類（財務制限や資本政策の制約、監査権など）があり、数が多いほど、債権者（ローンの保有者）が債務者（ローンの借り手）をコントロールしやすくなります。

このようにコベナンツが緩和すると投資家側から発行体へのけん制が難しくなるため、発行体により多額の借入を行っていたり、無理な自社株買いを実施したり、といったことにつながりやすくなります。つまり、コベナンツについてもバンクローンの投資家にとって良い状況とは言えなくなっています。

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

図表 5 ミドルマーケットローンの状況 (取引サイズごと)



(注) 機関投資家向けローンのみを対象とした統計。19年3月の一部のデータは、算出不可・未公表となっている場合がある
 (出所) S&P Global Market Intelligence より野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

ミドルマーケットローンの状況

バンクローンの中でも相対的に規模が小さいミドルマーケットローン¹でも同じ状況です。

図表5は、ミドルマーケットローンのレバレッジ、新規発行時のコベナンツ・ライトの比率の推移を示しています。相対的に規模が小さい、ミドルマーケットにも近年は、資金流入が続いており、結果的に流動性が相対的に高いバンクローンとミドルマーケットは、それほど状況に差が無くなっています。

まとめ～バンクローン市場は危ないのか？

これまで見てきたデータから、バンクローン市場について以下のことが言えると思われます。

- ① 過去と比べてレバレッジが上昇しており、相対的にデフォルトリスクは高まっている。
- ② コベナンツが軟化しており、ローンの発行体に対して投資家がコントロールできなくなっている。

③ 発行企業の規模が小さいミドルマーケットについても同様の現象が起こっている。

このような理由から、2019年4月版のGFSRでは、レバレッジドローン、いわゆるバンクローン市場について指摘があったと思われます。

図表 6 金融危機前との現在との比較

米国市場の特徴	水準		比較
	2007	2018	
残高	554	1,147	悪化
米国の比率	66.9	75.8	悪化
コベナンツクオリティインデックス	2.6	4.1	悪化
コベナンツ・ライトの比率	29.2	84.7	悪化
新規発行に占めるB格の比率	22.6	58	悪化
債務/EBITDA	4.9	5.3	悪化
第一先取権付ローン/EBITDA	3.5	4.3	悪化
その他ローン/EBITDA	1.4	1	改善

(出所) IMF “Global Financial Stability Report”(Apr-2019)より野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

¹ ミドルマーケットローンの正確な定義は、EBITDAが\$5,000万ドル以下の企業が発行するローン

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

実際、GFSRでは、2007年と現在(2018年)の
バンクローン市場を比較し、状況が悪化している
可能性を指摘しています(図表6参照)。

加えて、近年、投資適格格付(BBB以上の信用
格付)から投機的格付(BB以下の信用格付)
へ格下げされる可能性がある企業(いわばフォ
ーリンエンジェル予備軍)の割合が増えている点
も懸念されています。

もちろん、だからといってすぐにバンクローン市
場が危険かと言えば、必ずしもそうとも言えませ
ん。追い風になっているのは、金融政策です。前
述の通り、2018年12月に大きく悪化したバンク
ローン市場を救ったのも、FRBのパウエル議長の
ハト派的な発言だったと言われています。

いずれにせよ、年金スポンサーにとっては、注
意すべき状況であることは確かだと思われます。

— 次号のお知らせ —

次号は

7月16日(火)

発行予定です。

《MSCIデータの利用に関する注意事項》

本資料中に含まれるMSCIから得た情報はMSCI Inc. (「MSCI」)の独占的財産です。MSCIによる事前の書面での許可がない限り、当該情報および他のMSCIの知的財産の複製、再配布あるいは指数などのいかなる金融商品の作成における利用は認められません。当該情報は現状の形で提供されています。利用者は当該情報の利用に関わるすべてのリスクを負います。これにより、MSCI、その関連会社または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者は当該情報のすべての部分について、独創性、正確性、完全性、譲渡可能性、特定の目的に対する適性に関する保証を明確に放棄いたします。前述の内容に限定することなく、MSCI、その関連会社、または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者はいかなる種類の損失に対する責任をいかなる場合にも一切負いません。MSCIおよびMSCI指数はMSCIおよびその関連会社のサービス商標です。

《FTSE世界国債インデックスに関する注意事項》

FTSE世界国債インデックスは、FTSE Fixed Income LLCにより運営され、世界主要国の国債の総合収益率を各市場の時価総額で加重平均した債券インデックスです。このインデックスのデータは、情報提供のみを目的としており、FTSE Fixed Income LLCは、当該データの正確性および完全性を保証せず、またデータの誤謬、脱漏または遅延につき何ら責任を負いません。このインデックスに対する著作権等の知的財産その他一切の権利はFTSE Fixed Income LLCに帰属します。

野村證券からのお知らせ

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.404%(税込)(20万円以下の場合)、2,808円(税込))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

野村證券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第142号
加入協会／日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

弊誌の記事はバックナンバーも含めて野村年金マネジメント研究会のホームページでご覧頂けます。当ホームページは、年金スポンサー限定のサービスとなっております。ご利用を希望される方は、次のURLにてご登録をお願い致します。

<http://nenkin.nomura.co.jp>

編集：野村證券フィデューシャリー・サービス研究センター、野村資本市場研究所

発行：野村證券フィデューシャリー・サービス研究センター(野村年金マネジメント研究会事務局)

〒100-8130 東京都千代田区大手町2-2-2
アーバンネット大手町ビル

TEL: 03 (6703) 3991 FAX: 03 (6703) 3981

Email: nenkin@jp.nomura.com

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村證券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。