

## 金融安定報告書、安心には遠い

新型コロナウイルスの米国経済への深刻な影響は懸念されるものの、FRBなど米国当局の下支え策で市場機能は一応維持されています。ただ、リスク面に言及する金融安定報告書には様々な懸念が指摘されています。当レポートでは信用力の低い企業への融資であるレバレッジドローンやそのローンで組成されるローン担保証券(CLO)を取り上げます。

### 金融安定報告書:新型コロナウイルスを受け債務拡大などを懸念

米連邦準備制度理事会(FRB)は2020年5月15日、金融安定報告書を公表し、新型コロナウイルスのパンデミック(世界的大流行)により、金融セクターは「重大な」脆弱(ぜいじゃく)性に直面していると警告しています。企業が経済活動の停止で手元資金の確保に銀行融資に動いた結果、過去最高水準に企業債務が拡大していることを案じています。

また、報告書は08年の金融危機後に導入された規制がウォール街の回復力強化に寄与したとしつつも、金融システムの脆弱性に注意が必要としています。

### どこに注目すべきか: 金融安定報告書、レバレッジドローン、CLO

新型コロナウイルスの米国経済への深刻な影響は懸念されるものの、FRBなど米国当局の下支え策で市場機能は一応維持されています。ただ、リスク面に言及する金融安定報告書には様々な懸念が指摘されています。当レポートでは信用力の低い企業への融資であるレバレッジドローンやそのローンで組成されるローン担保証券(CLO)を取り上げます。

レバレッジドローン市場の動向を金融危機前後から足元まで振り返ると、レバレッジドローン市場は足元2割程度下落しましたが、当局の介入で落ち着きを取り戻しています(図表1参照)。08年のリーマンショックが「金融危機」の性格であったのに対し、今回は新型コロナウイルスの世界的な感染拡大と、移動制限による景気の深刻な落ち込みで性格は異なります。また、金融危機後の規制がある程度ショックを吸収している可能性はあります。これらを背景に、金融危機時ほどの落ち込みには、今のところ至っていないという面は見られます。金融安定報告書でもレバレッジドローンを利用する企業の債務不履行(デフォルト)率は、金融危機当時の10%程度を下回っていると指摘しています。

しかしながら報告書では、デフォルト率は足元上昇傾向で感染拡大が長期化した場合の急上昇を警告しています。

なお、レバレッジドローンの市場規模は金融危機当時で

5000億ドル強でしたが、報告書では1兆1930億ドルとほぼ倍増している点も気になります。

レバレッジドローンで組成するCLO市場も同様に拡大しています。なお、CLOは組成内容で信用力が異なり、それを反映した利回りとなっています(図表2参照)。

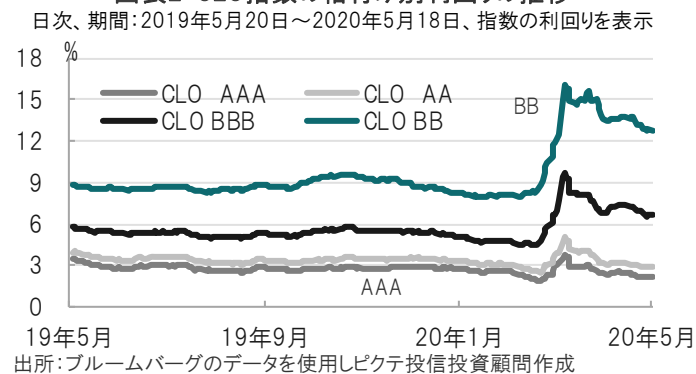
最近の利回りを見ると、AAAなど高格付けのCLO利回りはコロナショック以前の水準を下回るまで改善が見られません。当局による証券化商品の救済策(TALF)などが機能した面はあると思われます。一方、格付けの低いCLO利回りは、FRBと財政政策による救済策でもカバーが不十分なこともあり、コロナ前の水準を回復できていません。

最近の懸念としてCLOが保有するローンの格下げがあげられます。例えば、最近エンターテインメント企業の格下げがありました。少数の格下げであればともかく、CLOが保有するローンが大量に格下げとなれば、投売りを迫られる可能性も考えられます。このような事態は時間を置いて現れることもあり、仮に感染拡大が長期化した場合、より注意が必要です。

図表1:レバレッジドローン指数の推移



図表2:CLO指数の格付け別利回りの推移



出所:ブルームバーグのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

●当資料はピクテ投信投資顧問株式会社が作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨等を目的としたものではなく、また特定の銘柄および市場の推奨やその価格動向を示唆するものでもありません。●運用による損益は、すべて投資者の皆さまに帰属します。●当資料に記載された過去の実績は、将来の成果等を示唆あるいは保証するものではありません。●当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性、使用目的への適合性を保証するものではありません。●当資料中に示された情報等は、作成日現在のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。●投資信託は預金等ではなく元本および利回りの保証はありません。●投資信託は、預金や保険契約と異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の対象ではありません。●登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。●当資料に掲載されているいかなる情報も、法務、会計、税務、経営、投資その他に係る助言を構成するものではありません。