

Market Flash

発表日: 2019年4月10日(水)

対岸の火事とは限らない ～クレジット市場の逆回転に一定の注意を～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
主任エコノミスト 藤代 宏一 (TEL: 03-5221-4521)

- ・日経平均は底堅い企業業績を背景に、先行き12ヶ月は23000近傍で推移しよう。
- ・USD/JPYは米利上げ打ち止めが視野に入中、先行き12ヶ月で105へと下落しよう。
- ・日銀は現在のYCCを2020年春頃まで維持するだろう。
- ・FEDは利上げを停止し、2019年は様子見を続けるだろう。

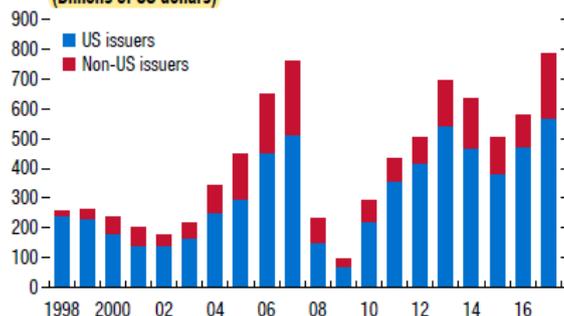
<#レバレッジド・ローン #BBB債発行増加 #邦銀 #金融システムレポート>

- ・昨日の当レポートでは、レバレッジド・ローン¹やハイイールド債を介したクレジットリスクの蓄積について言及した。現時点では目立ったリスクが表面化していないこともあり、FEDをはじめとする金融当局が強い警戒感を示しているわけではないが、遅かれ早かれ到来する景気後退期においては、これらが経済への打撃を増幅する可能性がある。イエレン氏も「次の金融危機を深める可能性がある」と指摘している。
- ・注意が必要なのはCLOを介したレバレッジドローンの拡散。約1.1兆ドルと推計されているレバレッジドローンに対して、その貸出債権を束ねたCLOは約0.6兆ドルにも達しているという。レバレッジドローンは（社債と異なり）変動金利であることから、FEDの政策金利引き上げに伴う金利上昇リスクを回避するという点において優れたスキームと言え、利上げ開始以降に急拡大した。HY債の残高が2014年から減少傾向にあるのに対して、レバレッジドローン残高は同時期以降に1.5倍程度増加している。これらが逆回転を始めれば、相応の打撃が想定される。
- ・過去数年、世界的低金利を受けてクレジットリスクに積極的な投資家が増加する中、ローンそのものの仕組みが変化している。企業向け貸出は、一般的に借り手に対して財務レバレッジに制限をかけるなどの条件を付けることが通例で、これをコベナンツという。例えば、貸出先企業が追加の借り入れ等によって過大なリスクテイクを行った場合、第一弾の融資を実行した貸し手が想定していたリスクが事後的に膨らんでしまう。それを避けるためにコベナンツ条項があるのだが、最近コベナンツが緩い契約のローンが急拡大していると言われ、その比率が8割程度に達しているとの推計もある。
- ・仮にこうしたレバレッジドローンが逆回転を始めた場合、海外貸出に収益の源泉を求めてきた邦銀

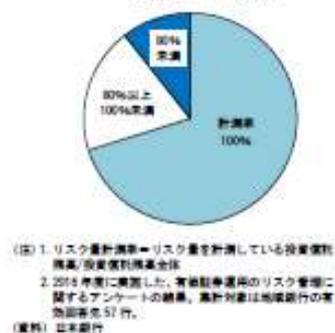
¹信用力の低い企業向け融資。社債を発行できない企業でも借入が可能。融資実行の際、借り手のバランスシート管理等の制約が緩い「コベナンツライト」が増加中。

にも一定の警戒が必要だろう。2000年代後半のサブプライムローンの損失発生時においては、邦銀のエクスポージャーが欧米金融機関に比べて小さかったことから甚大な影響を免れたが、今回はCLO或いはそれを組み込んだファンド（投資信託）を介してリスクを抱えている邦銀も多い。日銀の金融システムレポートでも「（地域金融機関の保有する投資信託について）信用リスクの相対的に高い商品を組み入れている投資信託も少なからずある。こうしたなか、リスク量計測の改善が必要な金融機関も一部で見られる」として警鐘を鳴らしている。

1. New Issue Global Leveraged Loan Volume
(Billions of US dollars)



図表IV-2-7 地域銀行による投資信託の
リスク量計測率の分布



(備考) 左図IMF GFS Report Apr2018より ※19年版は4/10発行予定 右図 日銀F S R 2018年4月

【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標】

- ・日本株は米国株下落に追随して安寄り後、下げ渋り（10:30）。
- ・**2月コア機械受注（除船電）**は前月比+1.8%と市場予想に反して4ヶ月ぶりに増加。3ヶ月平均でみた数値は依然下向きも、これまでの下落を主導してきた製造業が下げ止まった点は素直に好感して良い。資本財輸出の先行指標となる「外需」は前月比+19.0と1月の落ち込みを取り戻した。

【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

- ・前日の米国株は下落。新規の材料に乏しい中、S&P500は9日ぶりに下落。WT I原油は64.08^{ドル}（▲0.32^{ドル}）。
- ・前日のG10通貨は小幅ながらJPYが独歩高。もっとも新規の材料に乏しいなか変化率は小幅で0.3%程度であった。USD/JPYは111前半へと水準を切り下げた。
- ・前日の米10年金利は2.501%（▲2.2bp）で引け。新規の材料に乏しい中、軟調な株式市場を横目に金利低下。欧州債市場（10年）はドイツ（▲0.011%、▲1.7bp）、フランス、イタリア、スペインが金利低下。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所調査研究本部経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。