

CMBS 市場の支援に乗り出す TALF

吉川 浩史

■ 要 約 ■

1. 2009年7月16日、FRB（連邦準備制度理事会）は TALF（Term Asset-Backed Securities Loan Facility）による CMBS（商業用不動産ローン担保証券）市場の支援を本格化した。2009年に発行された CMBS が6月から TALF の支援対象となっていたが、2008年以前発行の CMBS についてもレガシーアセットとして7月から支援対象となっている。
2. TALF は構想された当初、リーマン・ショック後に新規発行が急減した ABS 市場の回復を目的としていた。しかし、商業用不動産向け証券化市場の凍結と、金融機関の不良債権問題を解決するため、新規 CMBS とレガシーCMBS に支援対象が広がられた。
3. それ以外にも、損害・傷害保険の保険料ファイナンスローンを裏付け資産とする ABS の適格担保としての受入れ、一部の ABS について融資期間の3年から5年への延長、融資の事前承認制度の導入、といった変更が行われた。
4. ABS を担保とする TALF の申込みは、3月、4月は低調であったが、5月、6月は100億ドルを超えた。それを受け、ABS 市場での新規発行も増加している。他方、CMBS については、レガシーCMBS の格下げへの懸念の高まりを背景に TALF の利用が低調である。しかし、安定的に最上位格付を維持するために CMBS の再証券化が活発化している。今後、TALF による支援が米国証券化市場の回復につながるかが注目される。

I. TALF によるレガシーアセットの救済

FRB（連邦準備制度理事会）は、2009年7月16日、TALF（Term Asset-Backed Securities Loan Facility）による CMBS（商業用不動産ローン担保証券）市場の支援を本格化した¹。TALF は構想された当初、ABS（資産担保証券）を保有する投資家に対し、それを担保に FRB がノンリコースローンを提供することによって新規の ABS 発行と取引の活発化を促す支援策であった²。しかし、商業用不動産向け証券化市場の凍結と、金融機関の不良債権問題を解決するため、CMBS も支援対象に含まれることとなった。

¹ FRB のプレスリリース（http://www.newyorkfed.org/markets/cmbs_operations.html）参照。

² TALF による ABS 市場の支援について詳しくは、吉川浩史「米国証券化市場の正常化の道のりを支える TALF の概要」『資本市場クォーターリー』2009年春号参照。

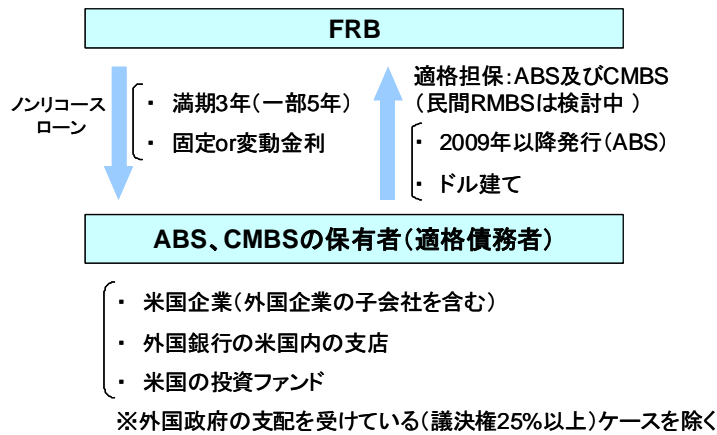
米国の CMBS は、商業用不動産ローンの引き受け手として重要な位置を占め、例えばローン残高の約 20%が CMBS によってファイナンスされており³、2007 年には新規ローンの半分近くが CMBS 市場でファイナンスされた⁴。だが、サブプライムローン問題により、2007 年に 2,340 億ドルを記録した CMBS 新規発行額は、2008 年前半には 120 億ドルに減少し、リーマン・ショック後は発行が停止した状態にある⁵。そのため、収益性のある不動産の保有者でさえ資金繰りがつかずに破綻したり、破綻した商業用不動産の売買が資金不足を理由に停滞したりしているという⁶。そこで、FRB は 2009 年 1 月以降発行の CMBS を 6 月から TALF の支援対象とし、2008 年以前発行の CMBS (legacy CMBS、以下、レガシーCMBS) についてもレガシーアセットとして 7 月から支援対象となっている。

II. CMBS 市場支援の仕組み

TALF の CMBS 市場支援の枠組みは、従来の ABS 市場への支援方法と同様、CMBS の保有者に対してプライマリー・ディーラー経由でノンリコースローンを提供するスキームである (図表 1)。適格担保となる CMBS は、指定された格付機関 (S&P、ムーディーズ、フィッチ、DBRS、リアルポイント) の中から最上位の長期格付を複数取得し、ドル建て証券であることが求められる (図表 2)。

CMBS を担保とするノンリコースローンの期間は、原則 3 年となっている ABS とは異なり、5 年も選択できる。これについては、米国で発行された CMBS は 2015 年以降に満期

図表 1 TALF の基本的構造



(出所) FRB、米国財務省の公表資料より、野村資本市場研究所作成

³ FRB のプレスリリース (<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20090519b.htm>) 参照。

⁴ FRB のプレスリリース (<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20090501a.htm>) 参照。

⁵ Anusha Shrivastava, "Slow Start Seen For CMBS Part Of Fed's Cheap Loan Program", *Dow Jones Newswires*, 7/16/2009 参照。

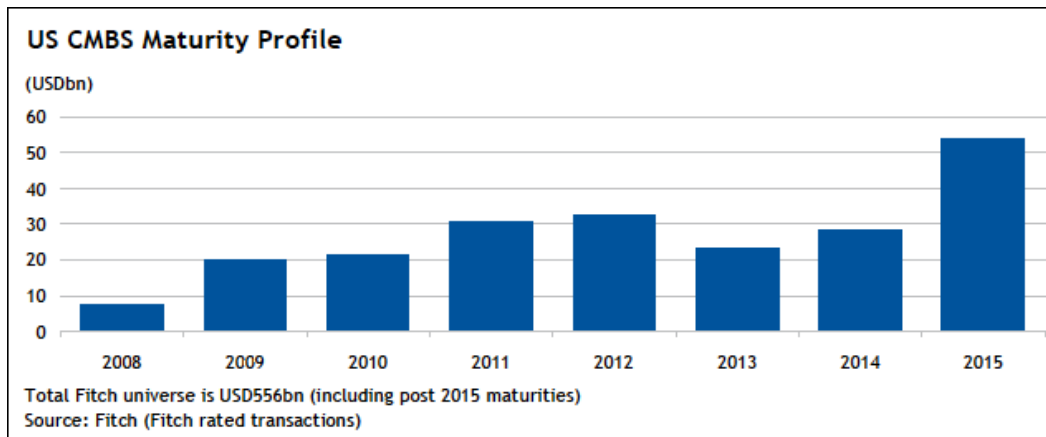
⁶ 注 4 参照。

図表 2 ノンリコースローン (CMBS) の概要

実施期間	2009年12月31日まで(FRBが期限延長を行わない場合)
適格担保	満期10年以下の商業用不動産ローン担保証券 指定された格付機関(S&P、ムーディーズ、フィッチ、DBRS、リアルポイント)から最上位の長期格付を複数取得しているもの
適格債務者	適格担保を保有する米国企業、外国企業の米国子会社、米国の投資ファンド
融資方法	FRBが適格債務者に対し、ノンリコースローンを提供 ローンの満期は3年(一部5年)以内で、固定金利(LIBOR3年物/5年物スワップレート+1%) ヘアカット率は満期5年以下の場合は15%、5年を超える場合は1年長くなるごとに1%上乗せ
個別の融資上限	適格担保の時価(レガシーCMBSの場合は額面)に基づいて計算されたヘアカットの金額を、時価から割り引いた金額 (FRBがレガシーCMBSIに対するローン総額の上限を定めた場合は、オークション等の方法により配分された金額に制限される)

(出所) FRB、米国財務省の公表資料より、野村資本市場研究所作成

図表 3 米国発行 CMBS の満期の分布



(出所) Fitch Ratings, “2008 Global CMBS Bond Transition and Default Study and 2009 Performance Outlook”

を迎えるものが多いためと考えられる (図表 3)。借入金利は LIBOR スワップレート+1% となっており、借入金額の上限を規定するヘアカット率は、満期 5 年以下については一律 15%、満期が 5 年を超える場合は 1 年長くなるごとに 1% 上昇する。

ノンリコースローンの限度額を規定するヘアカットについて、ABS 及び 2009 年に発行された CMBS では、時価に対してヘアカット率が適用され、時価からヘアカット分が割り引かれる。しかし、レガシーCMBS においては、FRB 及び米国財務省が TALF を通して負担する信用リスクを抑制するため、ヘアカット率が適格担保の額面に対して適用され、時価からヘアカット分が割り引かれる。すなわち、額面が 100 である 5 年満期の適格レガシーCMBS を想定すると、ヘアカット率が 15% であるので、15 が時価から割り引かれることとなる。したがって、時価が額面を下回る 75 である場合、ノンリコースローンの上限金額は 60 (75-15) となり、実質的に 20% (15/75) のヘアカット率となる。このため、適格 CMBS の時価が額面を大きく下回る程、実質的により大きなヘアカット率が適用され、FRB 及び米国財務省のエクスポージャーは相対的に限定される。さらに、FRB は、「ABS

及び 2009 年に発行された CMBS については担保としての差し入れを認めないことは稀であるが、レガシーCMBS については「いかなる証券でも拒否する権限を持つ」と説明し、リスクを過度に負担することがないようにしている。

Ⅲ. 対象となる ABS の範囲拡大

TALF の拡充は、CMBS のみならず、従来の ABS を担保とするノンリコースローンにおいても行われ、①適格担保の範囲の拡大、②融資期間の一部延長、③融資の事前承認 (pre-certification) の導入、が 6 月以降実施されている。

①の適格担保の範囲拡大について、損害・傷害保険の保険料ファイナンスローン (insurance premium finance loan) を裏付け資産とする ABS が適格担保として新たに認められた。米国では損害保険や傷害保険の保険料を支払うために融資を受けることがあり、そのために毎年総額 150 万ドル以上が中小企業により借り入れられ、それらは ABS 市場でファイナンスされていることが多いという⁷。保険料ファイナンスローンを裏付け資産とする ABS の発行を促すことにより、中小企業への信用供与を改善する効果が期待できる。

②の融資期間延長については、従来は満期 3 年のノンリコースローンのみが提供されており、適格担保の満期が 3 年を超える場合は借り換えによりファイナンスするとされてきた。6 月以降は、教育ローン債権、あるいは中小企業向け債権に裏付けられた ABS を担保とする場合、借り手は 5 年満期のノンリコースローンを選択することもできる。ただし、融資枠が総額 1,000 億ドルに設定されている。

③の融資の事前承認というのは、適格担保となる ABS や CMBS への投資を計画する投資家が、FRB へ TALF の申込みを行い、ノンリコースローンの承認を得ることである。事前承認の導入により、①TALF からレバレッジの提供を受けることを前提として、投資ファンドが組成できる点、②承認は融資の申込みではなく投資家に対して付与されるので、一度承認を受けた投資家が TALF の終了時期である 2009 年末まで再申請することなく事前承認制度を利用できる点、において使い勝手が向上したといえる⁸。事前承認の付与対象となる適格投資家には、商業銀行や保険会社に加え、投資信託や年金基金、ヘッジファンド、プライベート・エクイティ・ファンドなど市場の主な機関投資家が挙げられている。ただし、承認を受けられるのは各業界の大手 (“top-tier” financial entity) に限るとされている。

⁷ 注 4 参照。

⁸ FRB, “Term Asset-Backed Securities Loan Facility Pre-Certification Process”参照。

IV. TALF の活用状況と今後の展望

2009年3月から実施されている TALF は、3月と4月の融資金額がそれぞれ47億ドル、17億ドルと低調で、融資対象も自動車ローン ABS とクレジットカードローン ABS に対してのみであった(図表4)。しかし、5月と6月は、支援対象が教育ローン、企業の設備ローン、中小企業向けローンを裏付けとする ABS へと広がったこともあり、融資金額が100億ドルを超えた。また、TALF の利用増加の背景には、①TALF の条件に関して具体的な内容が徐々に発表され、実務上の不明瞭さが解消されたこと、②満期3年未満の ABS に対するノンリコースローンの金利が引き下げられたこと、もあると思われる。

実際、TALF が適格担保となることを見越して、フィアット傘下の機械メーカーであるケース・ニュー・ホランドによる7.6億ドルの機械ローン ABS⁹、ハーレーダビッドソンによる5億ドルのバイクローン ABS、ホンダによる11.3億ドルの自動車ローン ABS、GE クレジットによる10億ドルのクレジットカード ABS の発行など、ABS 発行市場の状況は改善の兆しを見せている¹⁰。

6月から支援対象となった CMBS については、「TALF の対象となることで投資家の需要が創出される」¹¹という商業用不動産証券化協会(CMSA)のホーフェル会長の発言にもあるように、TALF への期待は大きかった。しかし、実際には新規 CMBS を担保とする申込

図表4 TALF の融資実績

原債種	3月	4月	5月	6月	7月
自動車	19.0	8.1	21.8	33.1	28.3
クレジットカード	28.0	9.0	55.2	62.2	14.6
教育ローン	0.0	0.0	23.5	2.3	9.9
中小企業	0.0	0.0	0.9	0.8	1.0
設備 (Equipment)	-	0.0	4.6	5.9	0.0
ディーラー	-	0.0	0.0	0.0	0.0
住宅ローン保証	-	0.0	0.0	4.9	0.3
保険料	-	-	-	5.3	0.0
ABS合計	47.1	17.1	106.0	114.5	54.1
新規CMBS	-	-	-	0.0	0.0
レガシーCMBS	-	-	-	-	6.7
CMBS合計	-	-	-	0.0	6.7

- (注) 1. “-”は、支援対象外であったことを示す。
 2. CMBS を適格担保とする申込みは、ABS のそれとは別に行われている。
 3. FRB は、新規 CMBS を、2009年に発行された CMBS と定義している。
 (出所) FRB の公表資料より、野村資本市場研究所作成

⁹ 販売される機械に対して提供されるローンを裏付け資産とした ABS。
¹⁰ Nancy Leinfuss, “Asset-Backed-TALF sales oversubscribed, next up CMBS”, Reuters, 5/1/2009 参照。
¹¹ 注10記事参照。

みも行われていない。7月より支援対象となったレガシーCMBSについても、初回の融資金額が6.7億ドルと少ない。FRBによると、TALFへの申込みがあったレガシーCMBS36銘柄のうち、適格担保としての差入れを拒否されたのは1銘柄のみであるので、FRBの審査が厳しかったことが理由ではないといえる¹²。S&Pが、2009年5月26日、格付手法の変更を発表し、それにより最大で発行残高の90%、2,350億ドルの既存のCMBSが格下げになるとの見通しを示した¹³。先述したように、多くのCMBSの満期は5年以上であり、TALFを活用した場合でもリファイナンスが必要になるので、格下げの可能性が高まったCMBSへの投資をTALFの下で行えなくなったと推測される。その一方で、Re-REMIC (the repackaging of real estate mortgage investment conduits)¹⁴といわれる形式でレガシーCMBSを再証券化することによる、安定的に最上位格付を維持できると見込まれるCMBSの発行が増加しているという¹⁵。Re-REMICの規模は、2008年の170億ドルから、2009年は上半期だけで270億ドルに上っている。今後、再証券化されたCMBSによるTALFの利用が活発化すると、CMBS市場の回復にもつながるといえる。TALFによるABS及びCMBSの支援を通じた米国の証券化市場の回復が引き続き注目される。

¹² FRBのプレスリリース (http://www.newyorkfed.org/markets/talf_cusips.html) 参照。

¹³ “Repackaging boom lifts CMBS”, *Euromoney*, 7/3/2009 参照。

¹⁴ Re-REMICは商業用不動産ローンや既発行のCMBSを担保としたCMBS。詳しくは、フランク・ファボッツィ、デイビッド・ジェイコブ編『CMBS—成長する新金融商品市場の特徴と実務—』きんざい（2000年）参照。

¹⁵ 注13記事参照。