

# アナリストの眼

## 伸び行く航空機ファイナンス市場

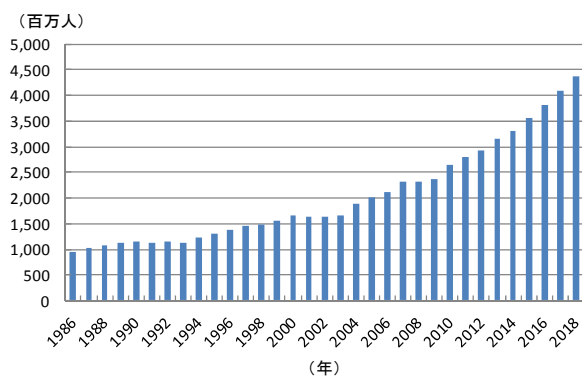
### 【ポイント】

1. 世界的な旅客需要の増大を背景に、航空会社が機材を調達するための資金調達手段として、近年航空機ファイナンスが注目されている。
2. 航空機ファイナンスは、航空機というアセットに基づいたファイナンスであり、資金の出し手となる金融機関は航空会社の信用力のみならず、対象となる機材が生み出すキャッシュフローと資産価値について十分に分析する必要がある。
3. 航空会社のデフォルト時における機材の回収には実務面のハードルがあるため、平常時から可能な限り債権回収のオペレーションを想定しておくことが肝要である。
4. 今後も中型機材向けを中心に航空機ファイナンスの市場規模は拡大が見込まれており、更なる投融資の機会の増加に繋がることが期待される。

### 1. 増大する航空機需要と航空機ファイナンス

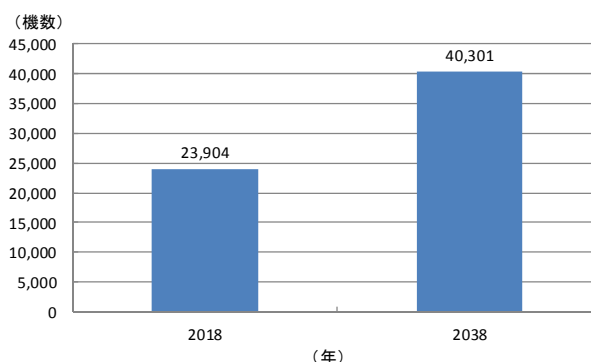
世界の航空機需要が活況を呈している。世界の経済成長や新興国における人口増、LCC (Low-cost carrier) と呼ばれる格安航空会社の台頭等を背景に、世界の航空旅客数は近年増加の一途を辿っており、直近の10年間では年率平均6.6%で増加している(図表1)。そして、今後も新興国を中心として世界的に航空旅客数の増加が続くことが見込まれる。これを受け、旅客機の需要も着実に伸びており、日本航空機開発協会によると、2018年末時点における世界全体のジェット旅客機の運航機数は23,904機であったが、2038年末には40,301機まで増加する予測となっている(図表2)。

図表1. 世界の航空旅客数の推移



(資料)国土交通省より富国生命作成

図表2. ジェット旅客機の需要予測



(資料)一般財団法人日本航空機開発協会より富国生命作成

航空会社は、増大する旅客需要を取り込むべく航空機を調達する必要があるが、自社で機材を直接保有することは様々なリスクを伴う(1機当たり数百億円という初期投資額の大きさ、売却時のリスク等)。それを解決する方法として注目され、近年市場規模が拡大しているのが「航空機ファイナンス」である。

## 2. 航空機ファイナンスの概要と与信検討時のポイント

一口に航空機ファイナンスといっても多種多様な形態があるが、簡単にいうと、航空会社が航空機を調達することを資金使途とした金融機関によるファイナンスである。典型的なスキームとしては、SPC（特別目的会社）を通じたリース取引に基づくものが挙げられる（図表3）。JOLCO（Japanese Operating Lease with Call Option）と呼ばれるスキームであり、購入対象となる航空機が生み出すキャッシュフローと航空機の資産価値を裏付けとしていることが最大の特徴といえる。これにより、航空会社は航空機に係る初期投資をリース料の支払いにより分散することができる。また、投資家に対しては、SPCが収受する収入（リース料）から費用を控除した損益が分配される。

このように各関係者にとってメリットがある航空機ファイナンスであるが、資金を提供する金融機関が考慮しなくてはならないポイントは多岐にわたる。

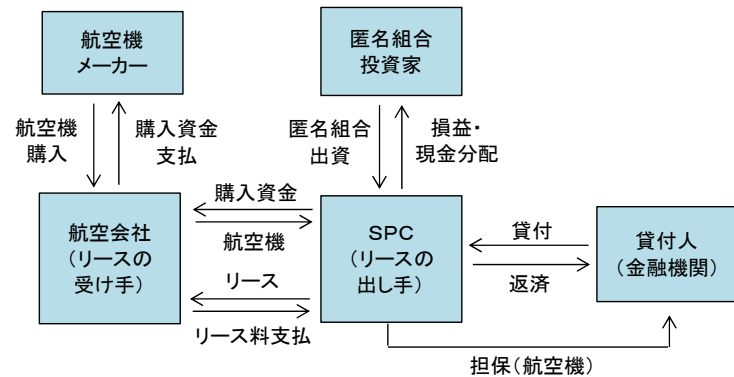
まず大前提として、金融機関に対して行われる元利金の支払い原資は、航空会社がSPCに対して支払うリース料である。当然のことながら、航空機を運用する航空会社がデフォルトした場合には、償還原資であるリース料の支払いは滞り、スキームは破綻を来す。従って、まずはリースの受け手となる航空会社の信用力の分析が重要である。

航空業界は世界経済の動向の影響を受けやすく、航空会社の経営破綻は、LCCに限らず、フラッグ・キャリアと呼ばれる一国を代表する航空会社であっても起こり得る事象である。その際に重要となるのが、担保となる対象機材の資産価値である。また、JOLCOスキームの場合、リース契約期間中に航空会社がリース物件である航空機を購入する選択権（オプション）が付与されており、これが行使された場合は、航空会社が契約時に定められた価格で機材を購入し、その時点でスキーム終了となるが、仮にオプションが行使されなかった場合は、リース期間満了時に航空機を市場で売却する必要がある。従って、対象となる航空機が、長期的に高いパフォーマンスをあげることができるタイプの機材なのか、ひいては売却時にローンの元本を回収できるだけの十分な資産価値を有することが見込まれるのかという観点が必要である。

航空機の価値については、鑑定評価等を参考にし、当初のローンの金額は当然のことながら、ファイナンスの期間中においても、経年に伴う航空機の減価と市場価格のボラティリティを織り込んだ上で、ローン残高が常にカバーされるのかという観点で十分な精査が必要であろう。その際には、ローン残高と航空機の価値とのバランスを表すLTV（Loan to Value）という指標が基準となる。この数値が高いと、有事の際に担保となる航空機を売却しても、ローン残高を回収しきれないリスクを負うことになるため、留意する必要がある。

その他、ストラクチャーに関する分析も必要である等、航空機ファイナンスについて検討すべきポイントは多い。

図表3. 航空機ファイナンスの一般的なスキーム図



（資料）富国生命作成

### 3. 機材の回収リスクと対策

既述のとおり、航空業界は比較的ボラタイルな業界であり、航空会社の経営破綻は決して珍しい事象ではない。そういった中で、航空会社の信用力のみならず、航空機の価値に着目した与信を可能とするために生まれた資金調達手段が航空機ファイナンスである。従って、実務面において最も重要なのは、デフォルト・イベントが発生した際に、担保権者としていかに確実に対象機材を押さえ、債権回収（リポジッション）を図ることができるかということであろう。

一方で、航空会社のデフォルト時は混乱状態が予想され、機材回収に関して航空会社の協力が得られる可能性が低いことは想像に難くない。また、航空機は国境を越えて移動するため、対象航空会社の所在国以外の国に駐機している場合、担保実行の可否が不透明であるというカントリーリスクも抱えている。

では、与信検討時において考え得る対策はないか。航空会社のデフォルト時の担保回収に関する契約上の規定の確認は当然必要であるが、回収に係るオペレーションを想定しておくことも重要である。例えば、航空会社の所在国や想定される飛行ルートを確認し、駐機する可能性のある国の法制度を確認しておくのはそのひとつであろう。また、当該国がケープタウン条約（可動物件の国際担保権に関する条約）に批准しているのか確認しておくことも重要である。この条約に批准していると、担保権が国際的に認知され、債権回収において有利な立場をとることができる。現在世界で約 80 カ国がこの条約に批准しており、担保権実行の確実性に関する補強材料となろう。

実際に航空会社が倒産した時点ではじめて債権回収のオペレーションを講じるのではなく、対象となる航空会社を常にウォッチし、信用状態の悪化を察知できるようにしておくこと、そして、担保権実行に関する専門家とリレーションを築いておく等、平常時から可能な限り備えをしておくことが肝要である。

### 4. 今後も成長が期待される航空機ファイナンス市場

航空機を対象とするリース取引が始まったのが 1970 年代初頭といわれており、そこから進化を重ね、現在の航空機ファイナンスの枠組みとなった。これまでの 40 年超の歴史の中、航空会社とリースの出し手が受領した新造機の総額は、航空機の需要拡大とともに増加し、2018 年時点で 1,260 億ドルもの規模となっている。特に、ナローボディと呼ばれる旅客機内部の通路がひとつだけの中型機材（これに対し、内部の通路がふたつある大型旅客機はワイドボディ、座席数が 50~100 席クラスの小型ジェット機はリージョナルジェットと呼ばれる）は、LCC や新興国を中心に需要が大きく、現在運航している航空機の実に 6 割超を占めている。長年運用されてきた機材の代替需要、新規需要ともに、中型機材向けの資金調達は今後更に伸長することが期待される。このような事業環境を受け、航空機ファイナンスの市場規模は、2018 年から 5 年後の 2023 年には 1,810 億ドルと 1.4 倍超に拡大すると予測されている。

以上のとおり、航空機ファイナンスは、航空会社が機材を調達するための旺盛な資金需要に応える有効な手段として、今後も活用が期待されている。また、重要な基幹インフラで航空業界の更なる発展に資する社会的意義の高いファイナンスであり、我々生命保険会社は、投融資の機会を積極的に捉えていく必要がある。

(財務投資グループ 花井 圭一)