

2008 年に崩壊した未曾有のクレジット・バブルの温床は 2000 年初めに人気を博した高格付け「債務担保証券」(CDO) だったが、未曾有の QE (量的緩和) 中銀バブルの昨今、ハイリスク低格付けローン債権を魅力的なパッケージに仕上げ、高格付けを付与した「ローン担保証券」(CLO) が増殖しつつある。グリーンズパン元 FRB 議長が「債券バブル」に警鐘を鳴らすのも無理はない。

今年 750 億ドルものローン担保証券 (CLO) 取引

「今やシャドー金融市場が泡立っている。世界金融危機からおおよそ 10 年を経て『続篇』が到来している。今回の主役はローン担保証券 (CLO) であり、ハイリスクな低格付けローン債権を魅力的なパッケージに仕上げ、高い格付けが付与されている」。

英 FT 紙 (8 月 1 日付) 「The sequel to the global financial crisis is here」(世界金融危機の「続篇」到来) がこう警鐘を鳴らす。

「5 月にはそれぞれ 10 億ドル超のディールが 2 件あり、専門家は今年 750 億ドル相当のディールを見込む。むろん、これらのディールの原資となるローン債権の大部分は「ジャンク」だが、新発債の半分以上はトリプル A の高い格付けが付与されている」(同 FT 紙) という。

2000 年初め、同様に高い格付けを付与された「債務担保証券」(CDO) が人気を博した。規制当局はその増殖を無視するうち、CDO は不透明性と収益性を増し、格付けは現実と乖離していった。それは建物の基礎に入るヒビのように、当初は軽微なリスクに見えたが、高い格付けが建造物の不安を覆い隠した。

それは頭脳明晰な金融業者が、数十億ドルの高リスクなローン債権を買い取り、何層もの債務から成る複雑な投資商品に再パッケージ、格付け機関が最上位層にトリプル A を付与する。そして年金基金などの機関投資家が競ってこれらを購入して緊張が高まる。

「CLO が増殖するに伴い建物のヒビは再び広がっている。昨年 12 月クリスマスイブ (24 日) にドッド・フランク法のリスク・リテンション規制が発効したが、賢明な金融業者はサードパーティ向けのアレンジでこのリスクを取得している」(同 FT 紙)。

2008 年の金融危機「前篇」と同様、こうしたストーリーで主役を演じているのはムディーズや S&P などの格付け機関だ。これら格付け機関がトリプル A を付与するコンピュータ・プログラムには欠陥があるという。

ローンのデフォルトは次々に発生し得るため、数

学的モデルでは「相関リスク」(デフォルトが同時発生する可能性) を考慮しないといけない。だが、「CLO のモデルは低い相関を想定している。デフォルトが同時発生すれば、トリプル A の投資は壊滅的打撃を受けよう。CLO は CDO の見かけを変えたものに過ぎない」(同 FT 紙) という。

むろん、今回は 2008 年 (前篇) と違うと主張する専門家もいる。年金基金や保険会社、大学基金は安全性と高いリターンの両方を求めており、CLO はその両方を提供しており、2017 年のデフォルトを懸念すべきでないと主張する。

ただでさえ、金融市場の取り締まりが非常に難しいところに、トランプ政権はドッド・フランク法の撤回など金融規制緩和を議論している。信用力の低い企業が容易に借り入れできるのは、当該ローンが速やかに再パッケージ化され、販売され得るからに他ならない。

「CLO は状況が異なり、規模が小さい」と言う専門家もいる。あるいは、「今日の規制当局はより備えができて」、「このような企業向けローンが住宅ローンのように一斉にデフォルトすることはない」等とも言われる。だが、こうした議論は 2000 年初めにも同様の議論が交わされ、その後、主要銀行や AIG などヘリスクが拡散、市場は手に負えない危機的状況に陥ったことは記憶に新しい。

折しも、IT バブル崩壊を新たな住宅バブルで救済し「マエストロ」と称賛されたが、その後の住宅バブル崩壊とリーマンショックの金融危機では戦犯扱いされたグリーンズパン元 FRB 議長が、「史上最大の債券バブル」に警鐘を鳴らし始めた。

ドル安の賞味期限に左右される米国株の上昇

「実際にバブルが発生しているのは債券市場であり、それが破裂した場合には誰にとっても悪い事態をもたらす。どのような基準から見ても、実質長期金利はあまりにも低過ぎるため、持続不可能だ」(「グリーンズパン氏が警告―株価でなく債券バブル破裂に用心」(8 月 1 日ブルームバーグ))。

グリーンズパン氏は、「こうした状況で金利が上昇するとかかなり急速に上昇する公算が大きい。我々が経験しているのは株価ではなく債券相場のバブルであり、それは市場に織り込まれていない。真の問題は債券バブルが崩壊したときに長期金利が上昇する点」と強調する。

一方、同元議長は、債券バブルに警鐘を鳴らすものの、未だ米国株はバブルでないと。トムソン・ロイターによると、主要 500 社の 17 年 4-6 月期は 2

日時点で前年同期比 11.4%の増益見通しと絶好調にある。むろん、好業績と過剰流動性に裏打ちされた株価上昇である以上、未だバブルとはいえない。

結局、「ドル安が企業収益の増強剤と化している以上、米国株の青天井の上昇の行方は、ドル安と低金利がいつまで続くからにかかっている」(ある米系投資家)。

むろん、収益が良いだけでは株高は続かない。そこには未曾有の過剰流動性の横溢を支える米 FRB の低インフレと市場に配慮した漸進的な金融「正常化」姿勢がある。

低インフレと低金利を背景に米インターコンチネンタル取引所のドルインデックスはすでに昨年末比で 10%下落し 1 年 3 ヶ月ぶりの低水準に下落している。外資系証券の試算によれば、ドルインデックスの前年比 1%下落は主要企業 1 株利益の伸び率を約 0.5%押し上げる。すでに昨年 11 月の大統領選以降、米ダウ平均は約 3700 ドル、約 20%上昇した。

もっとも、当初は減税やインフラ投資など共和党の積極財政による成長率とインフレ上昇期待の「株買い・債券売り」だった。だが、3 月にオバマケア改廃法が暗礁に乗り上げ、トランプ・ユーフォリア(陶醉感)が剥落、株価の「トランプ離れ」が顕著化していく。

だが、「ロシアゲート」など政権の混乱や政策遅延、低インフレによる米 FRB の金融「正常化」利上げ

ペース鈍化などがリスク回避のドル安を促し、ダウ平均は 3 日、8 日続伸し 7 日連続で 2 万 2000 ドル台の史上最高値を更新した。

いずれにせよ、米国株の上昇余地は、ドル安がどこまで進むかがカギを握る。現在のドル安はユーロ/ドルが牽引しているが、むしろ投機筋が先行してドル安を主導したのはドル/加ドルとされる。

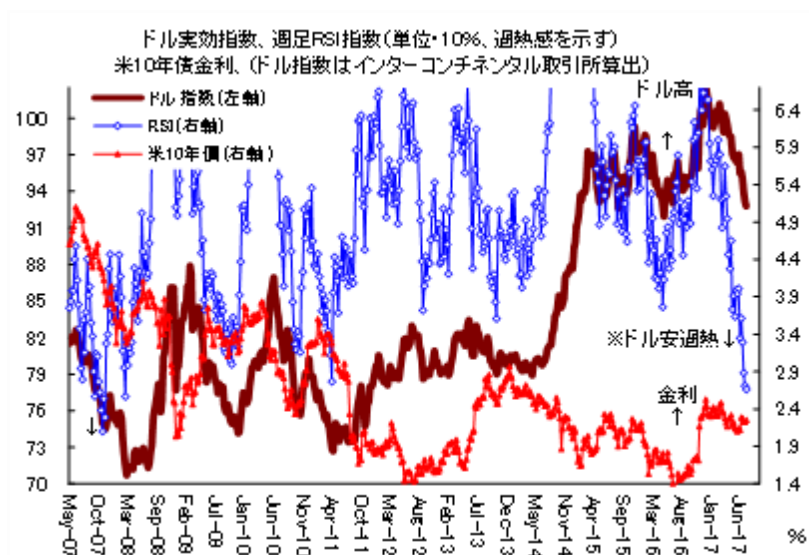
ここに来て、その対ドルでのカナダドル高にテクニカル的にややピークアウト感が醸成されつつある。さらにカナダドルだけでなく、ドル安を主導しているユーロ高にも月足「一目均衡表」雲(先行スパン)下限が抵抗線となってユーロ高・ドル安一服感が漂いつつある。

もっとも、ドル一段安予想は、排除出来ない。4 日東京早朝に米 WSJ 紙が「モラー特別検察官、ロシア問題調査で大陪審を設置」と報じドル一段安、ドル円は 109.86 円へ円高が進んだ。

トランプ・ジュニア氏が昨年 6 月にロシア人弁護士と面会(クシュナー大統領上級顧問も出席)した件で大陪審は召喚状を既に発行したとされ「ロシアゲート」もドルの重石となっている。

ドル/円は 6 月 14 日の 108.81 円、年初来安値 108.13 円がダブルボトムを形成しており、「テクニカル的な観点では 109 円割れ、108 円台への円高がドル安目処として意識されよう」(外銀幹部)。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。