

新型肺炎打撃「信用不安」波及は尚早 米住宅や原油下げ渋りが防波堤、局地リスクは警戒

株式会社ジャパネコノミックス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2020/2/28

新型肺炎打撃は先進国での信用不安、金融不安波及が警戒されるが、現状は尚早となっている。米国では住宅市場が底堅さを保つ中での金利急低下が与信環境の耐性バッファとなるほか、原油相場の下げ渋りなどがハイイールド債(低格付け高利回り債)関連の信用リスクを抑制させる。一方で肺炎打撃が長期化すると、中国などの高債務企業や先進国での低格付け社債、日本でいえば邦銀の中国関連融資、中国進出企業やインバウンド依存企業の資金繰りなど、局地的な信用リスクの高まりは注視される。

07-08年の米住宅悪化、05年から急落のサイン

「日本の金融機関は中国に進出している日系企業向けのみならず、現地企業との合弁会社や各種シンジケートローンなどで、多種多様な投融資を行っている。新型肺炎の打撃が長期化してくると、先行き邦銀の中国向けエクスポージャー(市場の価格変動リスクにさらされている金融資産)への影響は無視できない」――。

ある政府関係者はこのような警戒感を示す。

すでに金融庁は「邦銀の中国ビジネスの現状について緊急調査に着手した」(19日付けロイター)とされるが、「邦銀の中国での融資はメガバンクを中心に7兆円を上回る」(同)という。先行き日本国内での中国依存企業やインバウンド(訪日外国人観光客)依存企業の経営打撃を含めて、与信影響や信用リスクの高まりには注意を要する。さらに日本の金融機関は、韓国などアジア諸国でも投融資を拡大してきた。こうした諸国の肺炎打撃もまた、日本の金融機関には潜在リスクとなっていく。

アジアのみならず新型肺炎が世界各国に拡散されるなか、信用不安や金融不安への波及が警戒され始めた。24日以降には欧州の高利回り企業のクレジット・デフォルトスワップ(CDS)を対象にした信用尺度の指数が急上昇するなど、世界的な社債バブル、高債務バブルに影を落としつつある。

もっとも現状段階でグローバルな信用不安の広がりを抑制しているのが、米国での住宅市場の底堅さだ。25日にはS&P・コアロジック/ケース・シラーによる昨年12月の米20都市の住宅価格指数が、前年比+2.9%と約1年ぶりの大幅上昇となった。最新1月分でも中古住宅販売で住宅価格の中央値が、前年比+6.8%の上昇を記録。2017年3月以来の高水準を保っている。

今後は肺炎打撃が懸念されるが、2007-2008年の住宅金融バブル破裂の場合、ケース・シラーの住宅価格指数は2005年11月の+15.7%で先行天井をつ

けていた。サブプライム危機などの信用不安が最初に芽生え始めたのは2007年以降であったが、その前段階である2006年12月にはすでに+0.7%と先行急減が進んでいる。中古住宅価格に関しても、2005年10月の+16.6%を天井として、2006年10月には-4.3%という先行崩落と警告サインが見られていた。

その点、今回に関しては1月時点で改善軌道を堅持させたままだ。先行き調整リスクがあっても、まだ相応の猶予期間が想定される。しかも米10年債金利は2007-2008年の危機前に、2005年6月の3.80%から2006年6月には5.25%方向へと急上昇していた。それが約1年の潜伏期間を経て、2007年夏からのサブプライム危機の一因となっている。

一方で足元の今年2月には1.3%へ急低下し、過去最低を更新する場面が見られている。良くも悪くもながら、米国の住宅市場の底堅さ持続と調整減速の先送りが支援されやすい。単純に1月の中古住宅価格・前年比の+6.8%と比較すると、1.3%という長期金利は+5.5%もの乖離バッファがある。住宅ローンの借り手、貸し手である金融機関ともに、資金ファイナンスや与信が懸念される環境にはない。

資源発の高利回り不安、原油40ドル割れ分岐点

新型肺炎打撃の信用不安波及経路としては、ハイイールド債(低格付け高利回り債)の金利上昇と債券価格下落が警戒される。前回のチャイナ・ショックと世界減速時である2015-2016年には、高利回り債の相対的な発行比率の大きい資源エネルギー会社に原油安が直撃。高利回り債の信用不安と市場混乱が激化した。

現在も原油相場は下落圧力が続いているが、産油国による減産努力のほか、先手先手で在庫調整や生産調整を行う米国の資源業界が価格影響力を強めていることもあり、現状段階では1バレル=49-50ドル前後で下げ渋りとなっている。直近安値である2018年12月の42ドルや、2016年2月の26ドルなどの上抜け維持を保ったままだ。

過去にグローバルな資源会社の業績悪化と高利回り債の信用不安が高まったケースとしては、2008-2009年、2015-2016年などがあつた。いずれもWTI原油価格の40ドル割れから市場混乱が激化されており、今回も40ドルが一つの分岐点として注目されそう。米国のシェール業界などは採算コストが切り上がってきたが、それでも40ドル割れの定着となれば業績悪化が警戒されていく。

なお、2007-2008年の住宅金融バブル崩壊は、米国の「人口増ペースの鈍化入り」という時代変化も

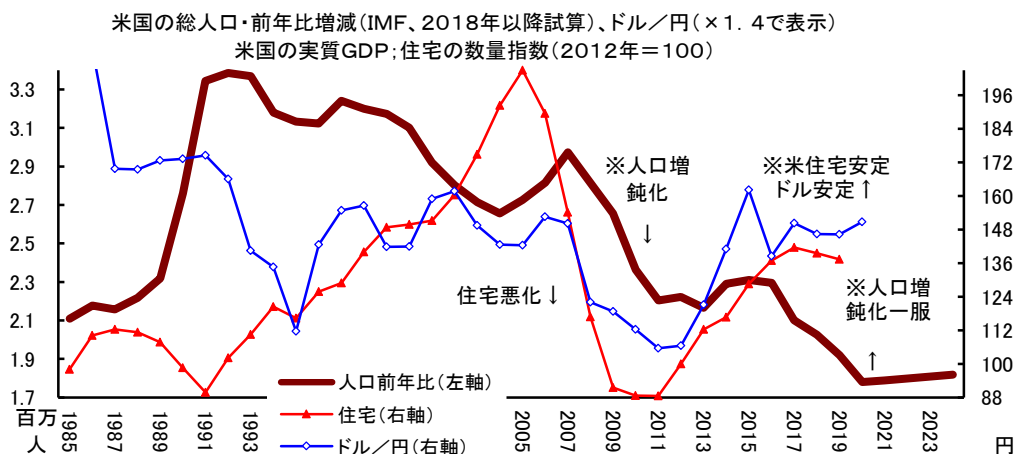
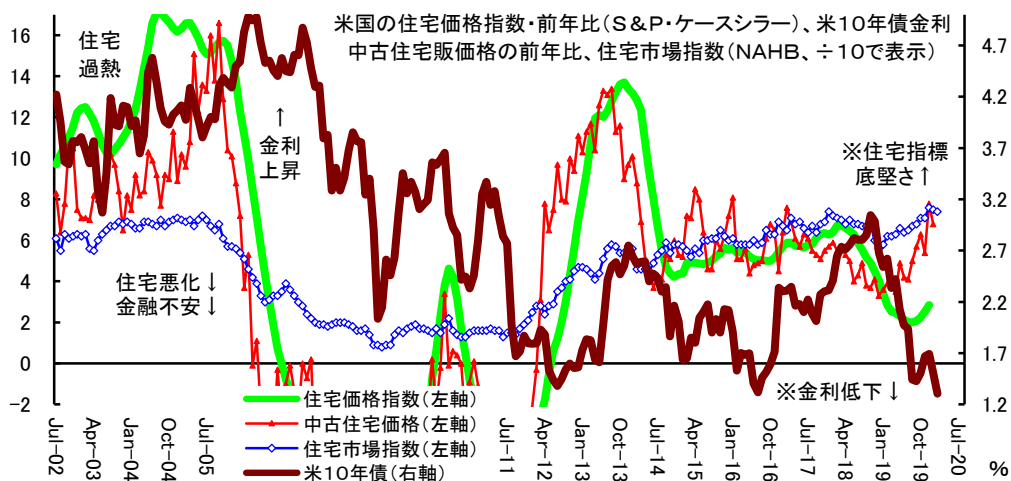
影響した。ベビーブーマー世代の住宅購入一巡と定年退職への準備移行、その次の住宅購入の担い手であるベビーブーマーの子供世代が住宅を購入するまでの「空白期間」が住宅減速を加速させている。

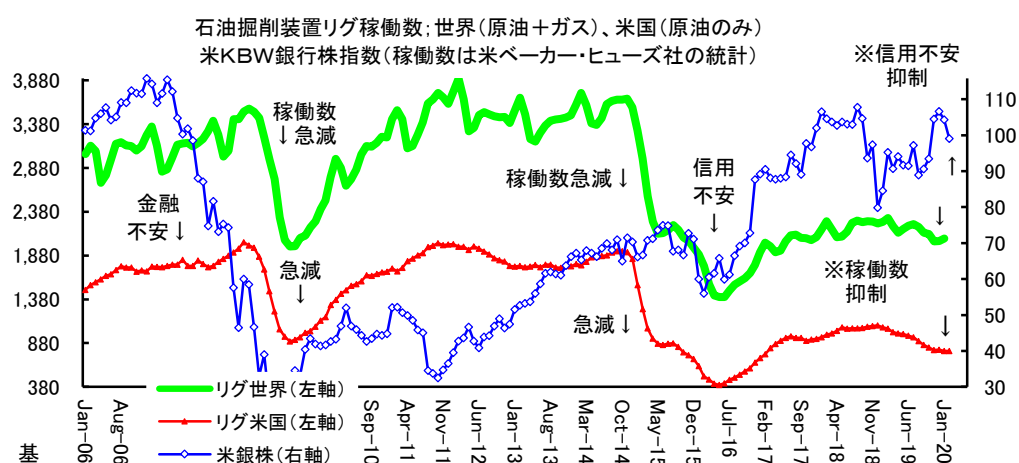
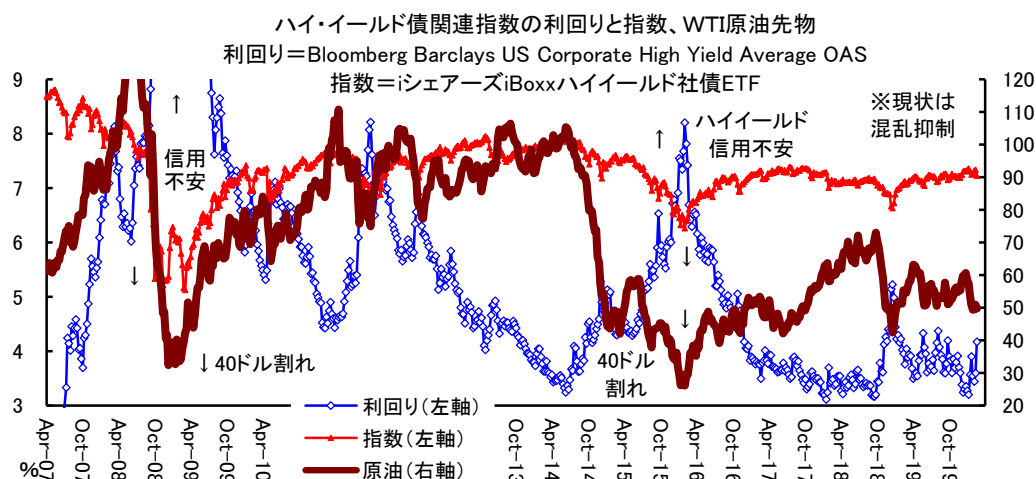
実際、IMF 統計によると、米国の総人口は前年比で 2007 年の +297 万人を当時のピークとして、増加幅が減少。2008 年に +282 万人となったあと、2013 年の +217 万人にかけてプラス幅が縮小している。その基調転換の初期段階で、住宅減速が加速された。しかし、その後は増加幅縮小のペースが一服となり、推計ベースながら 2018 年は +203 万人、2019 年は +192 万人と横這い化している。連動する形で、ドル/円では長期トレンドとしてドルが安定化してきた。住宅市場についても安定化持続と、先行き減速の場合の振れ幅抑制が支援されやすい。

もっとも新型コロナウイルスについては、長期化するとグローバルな信用不安に波及する余地が残されている。

すでに 2 月以降には、肺炎影響に関して、「米スタンダード&プアーズ (S&P) は、自動車メーカーの中で最も危険にさらされているのは独フォルクス・ワーゲン (VW) と指摘」(5 日)、「ムーディーズが、韓国企業の格付け、とくに半導体・電子、流通、自動車、石油精製、鉄鋼、化学に大きな打撃を与えかねないと警告」(6 日)、「S&P はクルーズ船運航会社の格付けに対するリスクとなるとの見解」(20 日)——といった注意勧告が相次いでいる。

感染の震源地である中国についても、「中国 3 社の独立系石油精製会社に対して、海外の大手銀行が少なくとも総額 6 億ドルの融資を停止した」(25 日付けロイター)、「中国の一部の不動産会社、短期債発行、新型肺炎で資金繰り悪化。1 月は多くの不動産開発業者が、最大 12 年物など長期の社債を発行できていたが、その後は状況が一変」(18 日付け同)といった信用収縮例が散見されつつある。





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、複製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。