

特別レポート：

クレジットに関する疑問点

債券市場を再定義するサブプライム問題

- 長引くサブプライム住宅ローン市場の下落は、債券市場における広範囲な混乱を引き起こしました
- しかしながらこれは、一時的な流動性の問題によるもので、修復可能とされます
- クレジット市場は依然として不安定な状態にありますが、アライアンス・バーンスタイン[®]では、慎重に取り組むべき新たな投資機会であると考えています

※アライアンス・バーンスタインには、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。

Research Insights ■


ALLIANCEBERNSTEIN

当資料は情報提供のみを目的としてアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものを、アライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳したものであり、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。当資料は当社が信頼できると判断した情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に記載されている予測、見通しあるいは見解のいずれも実現される保証はありません。当資料の記載内容、データ、図表等は作成時のものであり、今後予告なしに変更する場合があります。いかなる場合も当資料に記載されている情報は投資に関する助言と見なされません。当資料で使用している各指数に対する著作権等の知的財産権、その他一切の権利はそれぞれの指数の開発元もしくは公表元に帰属します。

用語解説

サブプライム問題とその影響に関する報道が一面を飾るようになっていますが、難解な用語がしばしば使われています。当レポートを読まれる前に、ポイントとなるいくつかの用語の説明にお目をお通しください。

債務担保証券（CDO）

同様の種類の債券やローンを資産プールとしてまとめて作り出される債券で、債券担保証券（社債）、ローン担保証券（バンクローン）、モーゲージ担保証券（住宅ローン）などがあります。CDOは、資産プールからの資金フローを組み直して、満期や資金フローおよびリスクの異なるいくつかのトランシェが組成されます。（トランシェの説明もご覧ください。）

流動性

投資家がどれくらい容易に資産を売買することができるかを表します。流動性の高い資産では、売り手が求める売却価格と、買い手が払いたい購入価格の差異は小さくなる傾向があり、投資家は容易に売買することができます。流動性の低い資産の場合、価格の差異は大きくなる傾向にあり、売買はより困難となります。

証券化

ローンや住宅ローンといった、インカムを生み出す複数の資産をまとめてプール化し、金融市場で売買される新たな証券を作り出すことです。証券化により、発行体はもとの資産をバランスシートからはずし、売却して得た資金を他の目的に使用することが可能になります。この過程によって証券化商品の投資家も、よりリスク分散を図ることができます。

トランシェ

債務担保証券や住宅ローン担保証券の発行体が複数の資産をまとめて証券化する際、新たに作り出された証券はいくつかのトランシェに分割されます。それぞれのトランシェは異なるリスク・リターン特性を持ち、独立した証券として売買されます。

混乱の夏

今年の夏は、連日の史上最高値を更新する株式市場と歴史的に低い水準のボラティリティで始まったのち、一転して住宅ローンの焦げ付き、ヘッジファンドの動揺、金融市場の暴落やそれに伴う数十億ドルの損失などが連日ニュースを騒がせました。

多くの疑問

サブプライム住宅ローン市場問題の影響は、初めのうちは、米国債券市場の一部において断片的に現れていましたが、その混乱は一瞬にして世界規模へと拡大しました。最近の出来事について、金融関係者は多くの疑問を抱えています。

- ▶ 一連の出来事は、米国経済と株式市場にどのような影響を与えるのか？
- ▶ 景気後退が引き起こされるのか？
- ▶ 米連邦準備制度理事会 (FRB) による利下げにつながるのか？
- ▶ 銀行は危機的状況にあるのか？
- ▶ 企業の成長を妨げるのか？
- ▶ 新たな投資機会であるのか？
- ▶ 投資家の債券ポートフォリオは安全なのか？

重要なのは、債券市場の大部分にとって一時的な問題に過ぎないということ

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー（弊社）では、米国住宅市場の低迷は、サブプライム住宅ローン市場およびその他の高度な仕組み証券に引き続き影響を与えると考えています。

しかし、強固なファンダメンタルズは債券市場のその他多くのセクターを支え続け、現在の混乱を一時的で修復可能な問題へと縮小させるでしょう。

視点を変えれば、過去の長期的な平均を大きく下回っていたクレジット・スプレッドにとっては歓迎すべき再調整であるかもしれません。クレジット市場は依然として不安定ではありますが、金融市場の崩壊をもたらすものではないと弊社は考えます。事実、経済のファンダメンタルズは良好であり、さらには市場において数週間前にはなかった投資機会が出現しています。

「サブプライム問題はまだ続くかもしれませんが、債券市場の大部分にとっては修復可能な一時的な流動性の問題に過ぎないと考えます。」

過去の検証：サブプライム・ブーム

金融市場における安易な信用供与とボラティリティの低下は、住宅の購入者やハイイールド債の投資家にとって安易過ぎる環境を提供しました。

投資家は利回りを重視してリスクを軽視

現在の危機はある意味で、異常なほどに平穏であった金融市場、低い金利、安易な信用供与の時期に対する反動と言えるでしょう。過去に類を見ない低金利により、住宅購入者がより大きな住宅を購入することが容易になり、米国において大きな住宅ブームを後押ししました。

しかし低金利は同時に、低利回りの債券からのリターンをいかに高めるかへ投資家を駆り立てました。その結果、多くの投資家はより高い利回りのクレジット市場へと流れ込みましたが、それはより高いリスクを取るということでもありました。

高利回り投資への高い需要は価格を押し上げ、高格付け債券と低格付け債券間の利回り格差、すなわち「クレジット・スプレッド」を縮小させました。クレジット・スプレッドは短期間に過去最低水準を更新し、投資家は利回りを追及するあまり、「債券における高利回りは、より高いリスクを取るの見返りとして投資家に与えられる」、というクレジット投資における基本原理を無視しました。

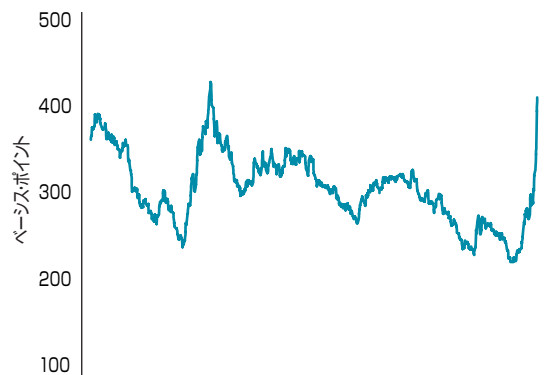
返済に疑問の住宅ローン

問題は、返済能力に疑問のある住宅購入者にとって頼みの綱であるサブプライム市場に端を發しました。住宅ローン市場が急拡大する過程で、貸し手の競争が激化し、貸付審査基準も甘くなりました。

変動金利型住宅ローン（借入れ当初は低い金利に基づく額を返済する仕組みのローン）では、スタート時の低い金利を支払う能力だけをベースに住宅購入者の返済能力を判断しました。またその他のケースでは、借り手がローンを取得するために納税申告書や給与明細の提示さえ求められないこともありました。その結果、本来は十分な返済能力がない何十万もの人々が、不相应な住宅購入のためのローンを組むことが出来たのです。

クレジット・スプレッドは過去最低水準に到達後、7月に急上昇した

ハイイールド債のイールド・スプレッド



04年7月 05年1月 05年7月 06年1月 06年7月 07年1月 07年7月

過去の分析は将来の結果を保証するものではありません。
出所：リーマンブラザーズ、アライアンス・バーンスタイン

「当初の低い金利に基づく返済額をだけを基準に、変動金利型住宅ローンを組むことができた住宅購入者が現れました。」

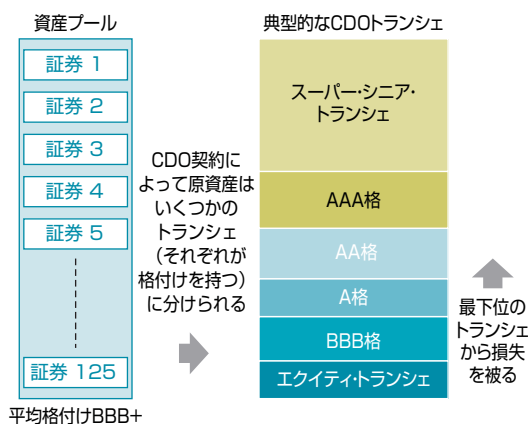
当資料は情報提供のみを目的としてアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものを、アライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳したものであり、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。当資料は当社が信頼できると判断した情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に記載されている予測、見通しあるいは見解のいずれも実現される保証はありません。当資料の記載内容、データ、図表等は作成時のものであり、今後予告なしに変更する場合があります。いかなる場合も当資料に記載されている情報は投資に関する助言と見なされません。当資料で使用している各指数に対する著作権等の知的財産権、その他一切の権利はそれぞれの指数の開発元もしくは公表元に帰属します。

サブプライム・ブームを煽ったCDO

住宅ローンの貸し手が、問題のあるクレジット歴を持つ借り手に対して貸し続けることが出来たのは、債務担保証券（CDO）と呼ばれる複雑な証券を通じて、ローンを組み直して売却することが可能であったためです。

CDOとは、複数の住宅ローン債権で構成される資産プールを契約によって組み直した高度な仕組み債で、トランシェと呼ばれる異なるクラスに分けられます。担保となる住宅ローンがデフォルトした場合、各トランシェが影響を受ける順位が契約によって定められています。

CDOは住宅ローンを、高リスク・高利回りのトランシェなどに組み直す



出所：アライアンス・バーンスタイン

各トランシェはそれぞれ異なる信用格付けを受けています。スーパー・シニア、AAAのトランシェは損失の影響を受けにくく信用力の最も高いクラスであり、資産の大半を占めています。その利回りは最も低く、リスク回避志向の強い投資家向きです。

利回りを追い求める投資家

CDOの中でもより低い格付けのトランシェ（エクイティ・トランシェ）は、住宅購入者が住宅ローンでデフォルトを起こした場合、最初に影響を受けます。これは最もリスクが高いため利回りが最も高く、一般的にはヘッジファンドや積極的に高い利回りを求めるその他の投資家によって購入されます。

高利回りの見返りとしてクレジット・リスクを取りたがる多くの積極的な投資家が常に待機していたため、CDOを通してサブプライム市場は急速に成長しました。CDOの低格付けトランシェやその他のリスク商品に対する彼らの欲求は、とどまるところを知らなかった。実際、多くのヘッジファンドは、より多額のCDOを購入するため、資金を借り入れて、利回りとリスクをさらに押し上げました。

「CDOは住宅ローンをいくつかのトランシェに組み直す仕組み債で、トランシェの中には、より高いリスクを伴った高利回りを提供するものもあります。」

当資料は情報提供のみを目的としてアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものを、アライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳したものであり、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。当資料は当社が信頼できると判断した情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に記載されている予測、見通しあるいは見解のいずれも実現される保証はありません。当資料の記載内容、データ、図表等は作成時のものであり、今後予告なしに変更する場合があります。いかなる場合も当資料に記載されている情報は投資に関する助言と見なされません。当資料で使用している各指数に対する著作権等の知的財産権、その他一切の権利はそれぞれの指数の開発元もしくは公表元に帰属します。

迫る現実－債務不履行

サブプライム市場は一時期、住宅ローン・ブームを後押ししましたが、それも現実に直面するまでのことでした。

ブームの代償

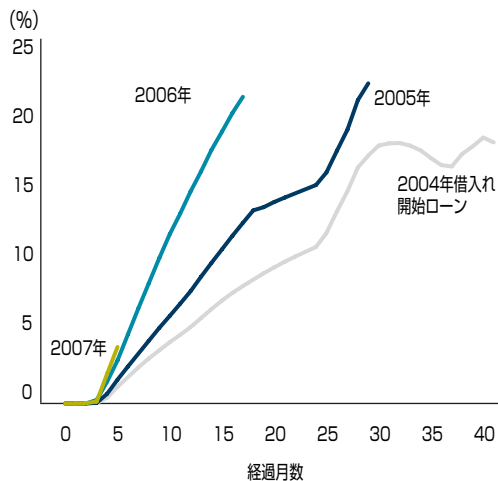
サブプライム市場は、米国における住宅ブームの持続に貢献し、通常であれば持ち家を持つことの難しい、信用力の低い多くの人々が住宅ローンを組むことを可能にしました。しかしこれは一方で、より甘いクレジット審査基準を生み出し、そのつけを払わされる日を迎えることとなります。

2007年初めには、住宅ローンの当初の一定期間低く設定された金利の期間が終わり、金利がより高い水準に再設定されたため、信用力の低い借り手は新居のローン返済に苦しみ、その返済は次第に滞るようになりました。

最も高リスクの住宅ローンが実行された2006年のサブプライム・ローンの延滞率は今や12%に達し、2004年に実行されたローンの2倍以上となりました。実行されたばかりのローンでこのように高い延滞率が発生したのは、これまでにないことです。サブプライム市場における損失の程度は判然としておりませんが、市場の一部では1,000億米ドルを超えるであろうと試算されています。

設定間もないサブプライム住宅ローンの延滞率は、前例のない水準へ

サブプライム住宅ローンの延滞率



60日以上延滞
出所：アライアンス・バーンスタイン

「当初の優遇金利から一段と高い金利に改定されるに従い、住宅ローンの延滞が激増しました。」

当資料は情報提供のみを目的としてアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものを、アライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳したものであり、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。当資料は当社が信頼できると判断した情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に記載されている予測、見通しあるいは見解のいずれも実現される保証はありません。当資料の記載内容、データ、図表等は作成時のものであり、今後予告なしに変更する場合があります。いかなる場合も当資料に記載されている情報は投資に関する助言と見なされません。当資料で使用している各指数に対する著作権等の知的財産権、その他一切の権利はそれぞれの指数の開発元もしくは公表元に帰属します。

複合証券は値付けがより困難に

CDOの低格付けトランシェの価値の評価は、たとえ安定した市場環境下にあっても極めて難しいと考えられますが、ボラティリティが増した市場環境ではほぼ不可能となります。信用の質の低い原資産を担保にしたCDOの中でも最もリスクの高いトランシェに投資していたヘッジファンドが最も大きく打撃を受けました。

手持ちCDOの整理を急ぐヘッジファンドは、現在投げ売り同然の価格での売却を余儀なくされ、CDOの低格付けトランシェの劇的な値下がり、資本市場に大きな波紋を投じました。

CDOの格付けを行った格付け機関は、通常とは異なる手続きを経てこれらの証券の格下げを実施せざるを得ませんでした。最近では、投資銀行系の2つの大手ヘッジファンドが淘汰・清算されるなど、より広い範囲で損失が報告され始めています。

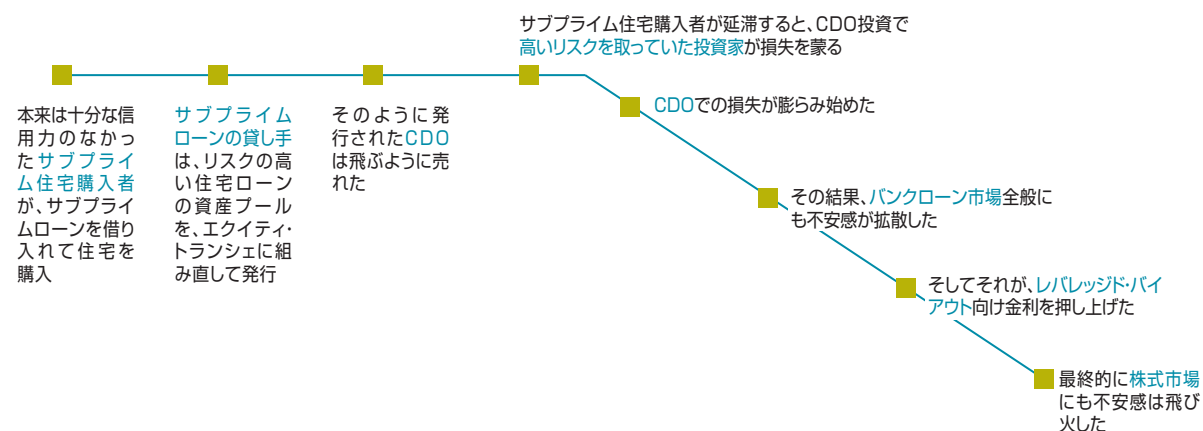
不安に対するプレミアムの蔓延

サブプライム市場に対する懸念は、債券市場の中でも、米国のサブプライム住宅ローンとほとんど、あるいは全く関係のない様々なセクターや地域へ飛び火しました。

世界の投資家は、高利回りではなくとも、よりリスクの高い投資に対してより高い利回りを要求するようになりました。この結果、過去数年間、歴史的な低水準にまで低下していた低リスク投資と高リスク投資のイールド・スプレッドは拡大しつつあります。

市場の混乱はまた、ハイイールド債やハイイールド・バンクローン市場にも打撃を与えました。低利で調達した資金をレバレッジド・バイアウトに投資していたグローバル投資銀行は突然、市場金利以下の利回りしか得られないローン資産を背負い込むこととなりました。また、安い銀行借入れを元手に企業のプライベート化を推進してきたプライベート・エクイティ・ビジネスは突然、借入れコストの重さに気づかされました。

サブプライム問題の流れ



当資料は情報提供のみを目的としてアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものを、アライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳したものであり、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。当資料は当社が信頼できると判断した情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に記載されている予測、見通しあるいは見解のいずれも実現される保証はありません。当資料の記載内容、データ、図表等は作成時のものであり、今後予告なしに変更する場合があります。いかなる場合も当資料に記載されている情報は投資に関する助言と見なされません。当資料で使用している各指数に対する著作権等の知的財産権、その他一切の権利はそれぞれの指数の開発元もしくは公表元に帰属します。

基本へ立ち帰るクレジット市場

世界の資本市場の大混乱が、どの程度の規模の影響を及ぼすことになるかはまだ不明瞭ですが、非現実的なほどに寛大な信用供与の時代は終焉したと、経済ファンダメンタルズは引き続き良好であることは明確です。

合理性の復活？

最近のクレジット価格の調整は、私たちはより合理的な環境へ向かいつつあるのではないかとこのことを示唆しています。つまり、信用力の低い借り手は信用力の高い借り手より、相当高いコストを支払わされるという環境です。

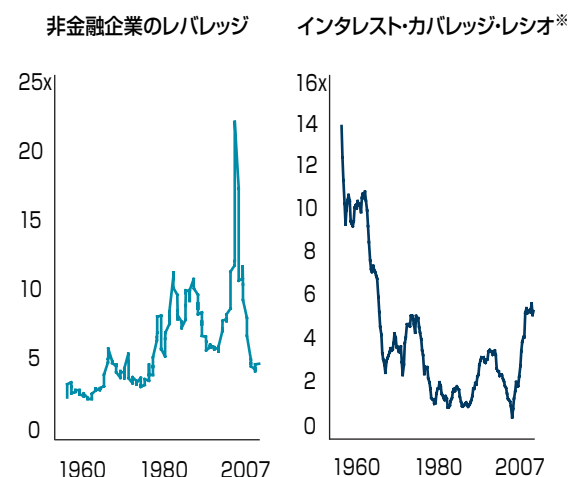
クレジット市場の基本原則が再認識され、「ただのランチはない」、つまり高い利回りは通常、大きなリスクという形で債券価格に反映されているということを、投資家は思い知らされたのです。そのようなリスクを凶るものさしの一つであるクレジット・スプレッドは既に調整しており、過去の長期的な平均値の近くにまで戻っています。

困難な市場動向から落ち着きを取り戻すまでには至っていませんが、現実にはマスコミで騒ぎ立てられているほどの危機的な状況ではありません。市場を懸念する声はまだ目立ちますが、経済のファンダメンタルズとは概ね無関係です。CDO市場は混乱し、レバレッジド・バイアウト取引はほとんど成立しなくなっていますが、これらの動向は、世界経済の見通しや企業ファンダメンタルズとほとんど関連していないと考えています。

実際に企業のファンダメンタルズは、過去に例がないほどに健全な状態を維持しています。

企業の負債比率は過去最低の水準近くにある一方で、企業収益及びキャッシュフローは過去最高近くにありま。現在の堅調な世界経済成長が継続した場合、足元の市場ボラティリティは間もなく沈静化に向かうものと思われま。

企業のバランスシートは健全性を維持



過去の分析は将来の結果を保証するものではありません。

2007年1-3月まで

※税引き前

出所：米国連邦準備制度理事会、アライアンス・バーンスタイン

「最近の市場の混乱は、世界経済の見通しや企業ファンダメンタルズとほとんど関連していないと考えています。」

当資料は情報提供のみを目的としてアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものを、アライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳したものであり、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。当資料は当社が信頼できると判断した情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に記載されている予測、見通しあるいは見解のいずれも実現される保証はありません。当資料の記載内容、データ、図表等は作成時のものであり、今後予告なしに変更する場合があります。いかなる場合も当資料に記載されている情報は投資に関する助言と見なされません。当資料で使用している各指数に対する著作権等の知的財産権、その他一切の権利はそれぞれの指数の開発元もしくは公表元に帰属します。

より幅広い考察

弊社では、最近の動向から米国経済、資本市場、金融セクターおよび米国企業が受ける影響について、いくつかの考察を行いました。

住宅市場は弱含む一方、景気後退はなさそう

弊社では、仮にサブプライム住宅ローンに係る損失が1,000億米ドルに達したとしても、それにより米国経済が大きな打撃を受けることはないと思われれます。

米国の住宅市場を中心に大きく影響が現れ、住宅市場のさらなる後退および個人消費支出の抑制が予想されます。このような展開は、米国経済に対して強い逆風となりますが、景気後退につながるほど強いものになるとは見ておりません。

相対する要因の一つは、米国外の経済の力強い成長です。これにより米国の輸出は潤い、海外子会社からの利益貢献が高まっている多国籍米国企業の収益が押し上げられます。

米国経済の減速がより鮮明になってきても、それはインフレの沈静化に役立ち、FRBによる利下げにつながるものと思われ、あまり減速しない場合は、政策金利の変更は当面見送られるでしょう。

金融システムと企業セクター

今回のサブプライム危機を受けて、ヘッジファンド業界および信用格付け機関に対する規制強化が幅広く議論されることになるでしょう。しかし最終的には、主要な金融機関に対する影響はそれほど重要なインパクトはないものと思われれます。主要銀行は10年前と比べて非常に強固になっており、大手銀行危機の可能性はきわめて低くなっています。

企業は健全なファンダメンタルズを維持しているため、債券市場にまで広がってきた流動性の問題が企業の成長に影響をおよぼす可能性もあまりないと考えています。企業のキャッシュフローは潤沢で、設備投資や自社株式買戻し、その他の成長関連用途に必要な資金を確保できると見えています。

正常な投資環境の回復と新たな投資機会

資本市場は、リスク及びリスクに応じて債券が提供すべき利回りに対する見方を見直したものであると思われま。金融市場が混乱をきたした際の常で、今回も新たな投資機会が生まれています。

リスクの再評価

ここ数四半期の間、世界の資本市場のボラティリティおよびクレジット・スプレッドが異例なほどの低水準で推移しており、いずれ反動があるのではないかとの見方を弊社は述べてきました。ボラティリティの低さは慢心を生み、正常な水準へ回帰する機は熟していたものと思われま。しかし、リスクに関する市場の見方は、それとは明らかに異なるものでした。

クレジット・スプレッドが低水準で推移していた際、弊社の債券運用チームでは、ハイイールド債投資に伴う大きなリスクを取ることで得られる期待リターンは十分ではないと判断し、ポートフォリオのリスクを低く抑えてきました。

しかし今、状況は一変しました。

市場の混乱のおかげで現在は、リスクに対して適切な水準の期待リターンを獲得する機会が得られたものと考えています。これに伴って、弊社の債券運用ポートフォリオでは、リスクの水準を若干引き上げました。債券運用チームは現在、割安な水準にまで売り込まれたハイイールド債や、投資適格社債およびプライム住宅担保証券の中の魅力的な投資対象についての分析を進めています。

債券の役割を再検討

以上を受けて投資家は今、何を為すべきでしょうか？保有している債券ポートフォリオをどのように調整すべきでしょうか？

弊社では、今回の市場の混乱を機に、ポートフォリオの中で債券が果たすべき役割を再検討することをお勧めします。債券は長期的に、ポートフォリオの中で通常より変動性の高い株式の保有に対する緩衝材として、安定性を向上させるおもりの役割を担います。

これは、債券はそれ自身のリスクを全く有していないということではありません。本当のバランス型ポートフォリオであれば、最近の市場の混乱でも、投資家は調整を行う必要は全くなかったはずで。しかし、2007年夏の市場の混乱は、「資本市場にはボラティリティがつきものである」ことを私たちに再認識させてくれたイベントとして認識しておくべきでしょう。

扇動的なニュースに目を奪われないこと

不透明感が増す環境においては、情報は諸刃の剣となり得ます。金融市場に関する最新の情報に触れ続けることは悪くはありませんが、突然の市場の上下のぶれによって、規律正しくよく練られた投資方針から逸脱してはならないのです。



当資料は情報提供のみを目的としてアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものを、アライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳したものであり、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。当資料は当社が信頼できると判断した情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に記載されている予測、見通しあるいは見解のいずれも実現される保証はありません。当資料の記載内容、データ、図表等は作成時のものであり、今後予告なしに変更する場合があります。いかなる場合も当資料に記載されている情報は投資に関する助言と見なされません。当資料で使用している各指数に対する著作権等の知的財産権、その他一切の権利はそれぞれの指数の開発元もしくは公表元に帰属します。