

米利上げに端を発し、景気減速に対する市場の不安が広がり、昨年12月に記録的な資金流出が起きた後、2019年1月は一転、大幅な上げ相場となった世界の金融市場。このところ、世界の主要株価指数が上昇、債券市場にもお金が戻っていることから、マネーが世界のリスク資産に回帰していると考えられる。これは米連邦準備理事会（FRB）による金融引き締めへの警戒感を主因に投資資金が流出したことを憂慮し、年明け後、パウエル議長が講演などで「金融政策の修正をためらわない」と政策金利引き上げ・資産規模縮小を軌道修正する発言を繰り返し、1月30日のFOMC後の記者会見では、「利上げを一旦停止して保有資産の縮小も想定より早く終わる」と言及したことから、世界の金融市場では、予期せぬショックのリスクがなくなったとの安堵感が広がったと受け止められているためである。

こうした中で、2月22日の日経新聞朝刊一面は、格付けが低い企業への融資をまとめたローン担保証券（CLO=Collateralized Loan Obligation）と呼ぶ証券化商品が世界経済の新たなリスクになってきたことを伝えている。最大市場の米国での2018年のCLOの残高は6,100億ドル（68兆円）超とリーマン・ショックが起きた08年の2倍になっており、債務不履行等が金融不安の引き金になりかねないからである。CLOは、量的緩和政策による先進国の金利低下を背景に、12年ごろから高い利回りを求めて信用力に劣る企業向けの融資債権を束ねて証券化されたもので、これを買う投資家が世界で増え、発行が盛んになった経緯がある。通常の企業向け融資の利回りは良くても2%程度だが、同ローンでは4%以上になる。

日経新聞は、米シェール関連企業を例に、多くのシェール企業がレバレッジドローンや高リスクのハイイールド債券市場で資金調達して開発資金に充ててきたが、原油価格が急落した昨年末には、シェール企業の採算悪化懸念からレバレッジドローン市場から一気に資金が引き揚げられ、シティグループが調査対象とする米レバレッジドローンのうち、10月には7割を超えていた額面を上回るCLO取引が、12月にはわずか0.9%に急落したと伝えている（足元では7%程度にまで回復）。市場の厳しい警戒の目は一時期より弱まったとはいえ、続いていると見るべきであろう。

今後、CLOはハイイールド債やREITを含めた不動産に比較してリスクが判別しにくいこともあり、早晩到来が見込まれる世界景気の更なる悪化の影響から企業倒産が増えれば、CLOに投資する各国の金融機関が打撃を受けかねず、債務バブルの拡大を通じて蓄積されたリスクの顕在化が避けられないため、日経新聞は、米連邦準備理事会（FRB）が警戒をし始めたこと、日本でも、高利回りを求めて、地方銀行のなかにはリスクを判別できないまま利回り重視でCLOに手を出している例もあり、金融庁が新たな規制を導入する動きがあることを伝えている。

ところで、先進国の中央銀行の金融緩和と政策の継続は、緩和資金を資金市場だけでなく株式市場や不動産市場といった資産市場にも流入させ、その価格を上昇させたことは明らかであろう。現に日本でも、総貸出残高に占める不動産向けの融資残高比率は過去最高の15.6%（2018年9月末現在）に達している。こうした中で、上記のパウエル発言によるマネーリスクの緩和政策が、世界の不動産市場でも影響を与えるのだろうか。

これに対する日経新聞 2 月 24 日の一面トップ記事が興味深い。日経新聞は 2 月 22 日に、パウエル氏の利上げ停止発言を受けて、リスクの低下を歓迎する見方が広がり、流動性の高い金融・資産市場ではマネーがリスク資産に回帰していると報じる一方で、翌々日には、これに懐疑的な見方があることを紹介し、住宅価格は世界的に頭打ち傾向にあり、不動産市場においては、日本も含めて、マネー主導で不動産市場が拡大する流れが変わりつつあり、不動産市場は加熱を冷ます段階を迎えたと報じている。ここへ来て、資金移動の流動性の低い不動産市場に息切れ感が生じ、不動産価格の低下が資産効果を通じて景気の下押し要因になりかねないことに留意が必要な段階を迎えている。

(荒井 俊行)