

藤戸レポート

CDS スプレッドが示唆するもの

2008年9月16日
35008091641K2

リーマンを巡る報道で右往左往

株式相場は、ファンダメンタルズだけでなく、好悪の材料でも動く。これは、多くの投資家が認識しているセオリーである。しかしながら、直近の米金融機関を巡る観測報道、それに伴う株価乱高下は許容し難いものがある。中には、「恣意的」と思われるような報道も混在しており、投資家は情報の取捨選択に注意が必要となろう。

米証券・投資銀行第4位のリーマン・ブラザーズ(LEH)に市場の注目が集まっている。既に8/25号で、LEHを取り巻くドタバタ劇を「金融不安狂想曲」としてお伝えしているが、いよいよ愁嘆場が近づいているようだ。LEHへの資本出資あるいは買収を検討している企業として、多くの名前が雨後の筍のように登場し、また消えて行った。特に、韓国産業銀行(KDB)の出資に関する報道は、二転三転ならぬ五転六転の有様でウンザリさせられた。8/25号の時点で、既に「出資は合意に至らず」との報道が流れていた。ところがその後、「まだ交渉は続いている」との報道で株価は切り返し、またぞろ難航の話で反落という経緯を辿ったが、極めつけは9/10の報道である。前夜のニューヨークで、「KDBとの交渉打ち切り」を材料に、LEHの株価は▲44.95%の暴落となった(グラフ1)。世界の投資家やメディアも、「次なる出資者・救援者は誰か？」に論点は完全に移行していた。しかし、東証の後場14:30前後、韓国の報道機関から「KDBが6兆ウォンでLEHへの出資を決

(グラフ1)
報道先行で波乱となった
リーマンの株価推移



ストラテジー

める見通し」との内容が、突然電子媒体で流れた。不意をつかれた先物市場では数百枚単位の買いが続き、日経平均は前日比プラスになる局面までであった。春のJPモルガンによるベアー・スターンズ合併時と同様に、市場全体の反発を期待した投資家もいたようだ。ところが、大引け後に出てきたのは、KDBによる正式な「交渉打ち切り」の発表であった。

ガセネタに御注意

報道の世界で、「ガセネタ(偽情報)」は珍しくない。しかし、9/10のKDBを巡る報道は、「ガセネタ」で済まされるレベルを超えている。市場に与えたインパクトを考えると、「風説の流布」スレスレである。このドタバタ劇から得られる教訓は、「報道内容よりも報道機関を重視せよ」ということであろう。いまさらながらではあるが、報道内容の確認、チェック体制の甘いメディアの話は、投資の観点から見て「スルー」が正解である。8/21の時点で、「出資は合意に至らず」と報道したFT(フィナンシャル・タイムズ)は、やはりクオリティー・ペーパーと呼ぶに相応しい。中には、正確性よりもセンセーショナルな見出しを追求するメディアもあるだけに、注意が必要である。

今の「旬」はLEHだが、シティグループ、メリルリンチ共に10/16、AIGが11/7という決算スケジュールを考えると、さらにスケールアップした阿鼻叫喚の報道が、洪水となって押し寄せる可能性がある。今秋は、メディアの報道によって、株価の振幅が大きくなることを覚悟する必要があるだろう。

市場の賛同を得られなかった再建計画

9/10、LEHは6~8月決算を発表したが、追加評価損額は56億ドル(約6,000億円)で、▲39億ドルの赤字となった。同時に発表された経営再建策は、①傘下の資産運用会社「ニューバーガー・バーマン」の持分約55%を売却、②商業用不動産関連資産の内250~300億ドルを本体から切り離し、新会社に移管する、③英国の住宅ローン関連資産約40億ドルを、資産運用会社ブラック・ロックに売却(交渉中)、等が骨子である。注目された資本獲得に関しては言及が無く、市場は肩透かしを喰った形である。

再生への苦難の道程

「ニューバーガー・バーマン」は優良企業であり、買い手は多くいる。しかし、問題は「金の卵を産む鶏」を売却すれば、いったい後に何が残るのか?という点である。「ニューバーガー・バーマン」の売却は入札方式とのことであるが、70~80億ドル程度の価値は十分であると分析されている。9/10の株価7.25ドルを前提にすれば、LEHの時価総額は50.3億ドルである。ということは、市場は「ニューバーガー・バーマン」を除けば、LEHの価値はゼロどころかマイナスと見なしていることになる。相場には行き過ぎが付き物であり、あまりにネガティブに見過ぎていることもある。しかし、追加評価損対策として優良子会社を売却することに、投資家の賛同を得られなかったのは事実である。

また、商業用不動産関連の新会社が、分離独立し発展していくシナリオを描くのも容易ではない。一般に、CMBS(商業用不動産担保証券)は、RMBS(住宅ローン担保証券)に比較すれば、減価の度合いが少ないとされている。しかし、米国の商業用不動産の価格下落が、住宅と同時に進行していることも、また事実である。資産劣化の度合いは不明だが、新会社が誕生し、経営が軌道に乗るのには相当な困難が想定されよう。

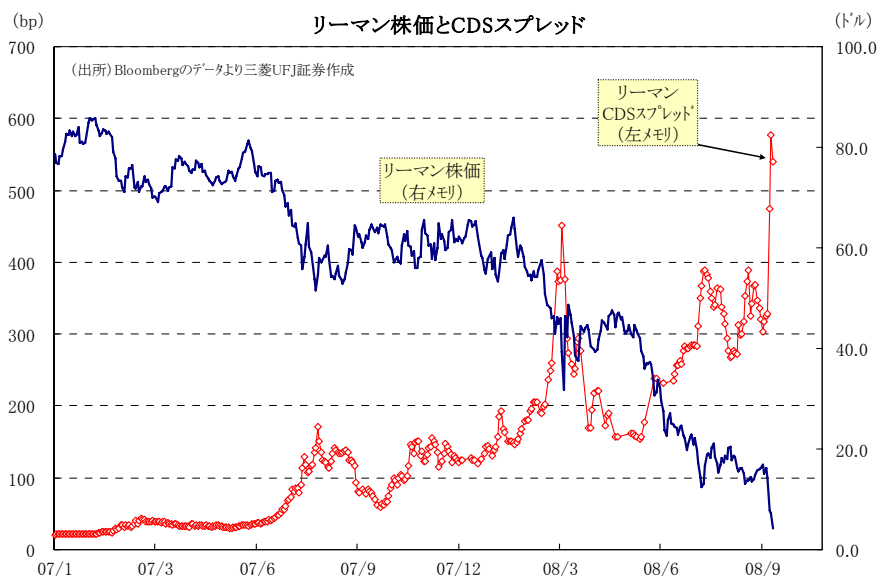
ストラテジー

CDS スプレッドが示唆するもの

CDS(クレジット・デフォルト・スワップ)は、企業の信用リスクを対象としたデリバティブである。CDS の買い手はプレミアム(保険料)を払い、企業が破綻をした場合には、社債等の債務の元本金額相当部分が保証される。このプレミアムのレートを CDS スプレッドと呼ぶが、企業の財務内容や業績等の好悪材料により価格が上下する。信用リスクが高まれば、当然 CDS スプレッドは上昇することになる。平易に言い換えれば、CDS は、まさかに備えての保険である。一方、CDS の売り手は、当該企業が破綻しなければ、プレミアム部分(保険料)が利益となる。

さて、LEH の CDS スプレッド(5年)は、昨年5月の時点では28.0であった。その後、サブプライム・ローン問題の深刻化と共に上昇を開始し、今春3月のベアー・スターズ騒動の際には、暴騰して高値450.8をマークした。JP モルガンによる救済合併やFRBの資金供給策を受けて金融懸念が後退すると、5月には135.2まで下落していたが、東の間の平穏であった。今夏以降に急騰を再開し、株価が約45%暴落した9/9には475.0、再建策が発表された9/10も577.1と騰勢は止まなかった。つまり市場参加者は、LEHの9/10再建策は、「実効がない」と判断しているわけである(グラフ2)。

(グラフ2)
破綻を示唆する
リーマンの CDS スプレッド



必須要件は新たなる出資者

自助努力による再建の困難さを考えると、市場参加者を納得させるためには、資本出資あるいは買収・合併を行ってくれる新たなパトロンが必要である。昨秋には、中東、シンガポール、中国等の SWF(政府系ファンド)が米金融機関の資本出資に積極的であったが、出資時に比較して株価が半分以下になっているケースが多く、慎重姿勢に傾斜している。そこで登場したのが、今回の韓国、日本というアジア勢の名である。その他にも、バンカメを始めとする大手金融機関や投資ファンドが候補に上がっている。しかし、もし出資の話がまとまらなかった場合には、CDS スプレッドは高止まり、あるいは更なる上昇を見せることになろう。CDS は債券の投資家にとっては必須のアイテムであったが、今や日本の株式投資家も、米金融機関の CDS スプレッドに注目することが必須の時代となった。

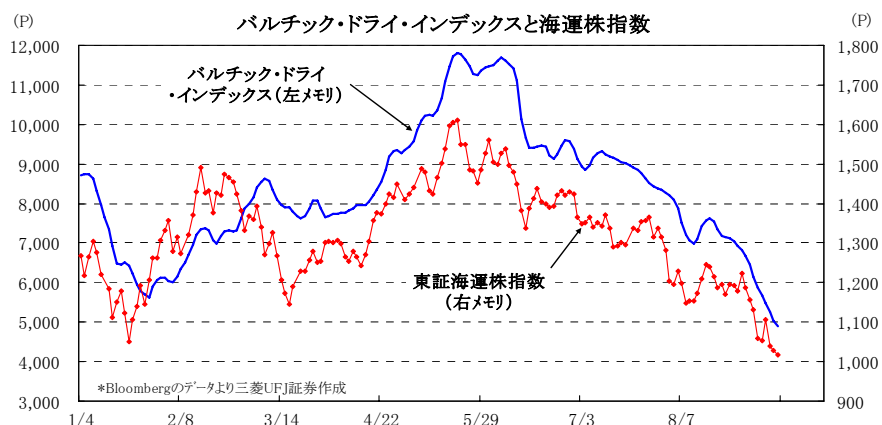
ストラテジー

メリル、AIG、シティの CDS スプレッドに注目

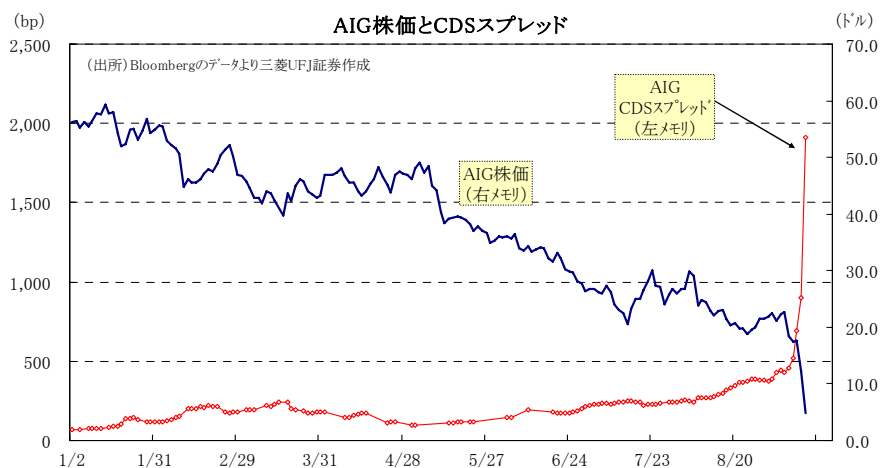
米金融株の騰落が米株式市場全般に影響し、日経平均や日本の金融株との相関性が高いことを考えると、「知らない」では済まない。住友金属鉱山や大太平洋金属株の売買には、LME(ロンドン金属取引所)のニッケル価格動向を知らなければならず、商船三井や日本郵船等の海運株の売買にもバルチック・ドライ・インデックスの推移を把握することが必須である(グラフ3)。日本の金融株の騰落を考えるのならば、まずはウォールストリートに目を向けなければならない。視野は広く、海外情報に食欲になるべきであろう。

留意すべきは、LEH問題は、まだ序の口に過ぎない点である。LEHと同様に、CDS スプレッドの上昇が目立つ企業に、メリルリンチと保険最大手のAIGがある。メリルリンチのCDS スプレッドは、既に7月に3月高値を更新し、その後も最高値圏の往来が続いている。企業規模はLEHよりも遥かに大きい、抱えている問題の本質は同様である。AIGは、CDSの売り手として知られている。平時ならともかく、現在のような「有事」となれば、CDSポートフォリオの痛みは加速度的に進行する。AIGのCDS スプレッドは、LEHと同様にロケットの如きチャートを形成している。LEHの株価が約45%の下落となった9/9、実はAIGも▲19.3%の急落であり、9/10も続落である(グラフ4)。この両社に加えて、1兆ドルを上回る膨大な簿外資産を抱えるシティの決算にも、アナリストは注目している。横綱級の巨艦の決算が無事に終えるまでは、ウォールストリートや兜町に平穏は戻らない。

(グラフ3) 株価の背景を掴む必要性
海運市況と海運株



(グラフ4) 急騰したAIGのCDSスプレッド



巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

ストラテジー

問題解決へ当局が乗り出す

9/11のLEH株は4.22ドルまで売り込まれた(引値)。再度41.7%の下落である。一時3ドル台まであり、米金融当局、FRBが共同で問題解決を模索していると報道されている。当局の斡旋によって民間企業連合体への売却を構想しているようだ。ワシントンポストやウォールストリート・ジャーナル(WSJ)といった一流紙の報道であり、週末に何らかのスキームが構築されるのかもしれない。同日のダウ工業株30種平均は、この報道もあって、引け際の30分で200ドル近い上昇という荒っぽい展開である(グラフ5)。「金融不安狂想曲」は、まさに佳境に入ってきたといえよう。ベアー・スターンズやファニーメイ、フレディーマックの例を見ても、市場インパクトを軽減するために、日曜日に対応策が採られる事が多い。「重要案件は週末に決まる」展開が続こう。

(グラフ5)
時々刻々の報道で
値振れが大きくなったNYダウ



秋相場は「天気晴朗なれど波高し」

注意を要するのは、LEH問題は「最初の低い丘」という点である。一山越えた先には、上述のメルルやAIG、シティといった高峰が聳え立っている。資産規模が大きいだけに、LEHを上回る騒動が起きることになる。様々な報道によって株価が振り回されることは、容易に想定できる。おそらく、ダウで200~300ドル前後の騰落、日経平均も同様に200~300円の変動が日常茶飯事となる。しかもやっかいなのは、WSJやニューヨーク・タイムズの電子版が、日本時間の後場に最新記事を発表する点である。ネットの発達によって、金融の好悪材料への反応は東京市場が真っ先になる。ウォールストリートの反応を見て、東証が連動するという通常のパターンを逸脱してしまうのである。したがって、「ミスリード」が起こりやすい。ファニー、フレディーへの公的資金投入に対する過剰反応は、典型的な例である(グラフ6)。

「容易ならぬ秋相場」との見方は既にお伝えしてあるが、相場が荒れ模様となる可能性は一段と高まっている。「天気晴朗なれど波高し」である。

本格的リバウンドの条件

春のベアー・スターンズ騒動に際しては、JPモルガンの救済合併、FRBの資金供給策が発表されて、4~5月に「リバウンド相場」が演じられた。今回のLEH騒動でも同様な展開を期待する向きもあるが、既述の背景を考えれば「二番煎じ」の展開を期待するのは難しい。日経平均で数百円規模のアヤ戻しは当然想定できる。しかし、性急に本格的なリバウンドを期待した場合には、失望感を抱くことになるかもしれない。

ストラテジー

(グラフ6)
一過性に終わった
米住宅公社への公的資金投入

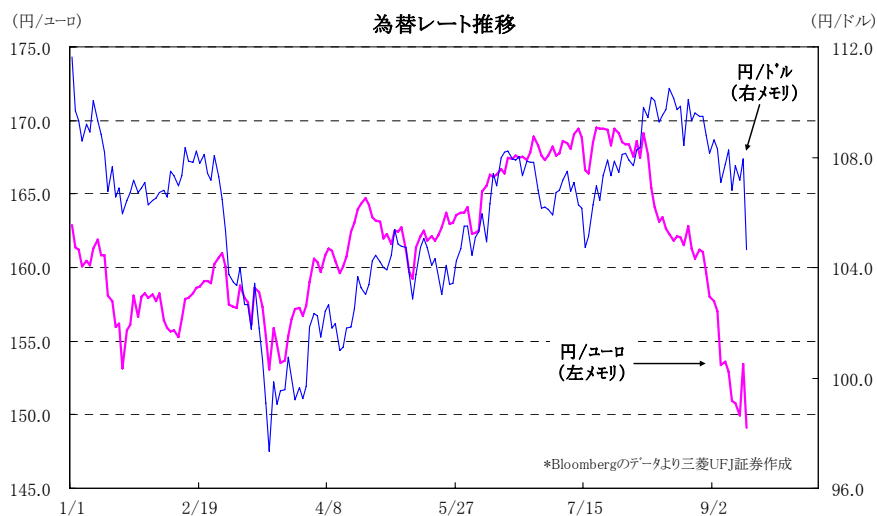


本格的な反発相場の条件としては、

- ① 米金融巨艦の決算が通過し、金融システムに対する懸念が軽減されること。
- ② 中間決算発表によって、業績の下方修正を株価が織り込むこと。
- ③ ユーロ、資源国通貨の下げが一巡し、為替相場のボラティリティーが低下すること(グラフ7)。
- ④ コモディティ市場が落ち着きを取り戻し、ヘッジファンドの破綻等、ファンド関係の悪材料を織り込むこと(グラフ8)。
- ⑤ 米国の新大統領、日本の新首相が決定し、政治への期待が高まってくること。

等が挙げられよう。秋も深まれば、投資家の視野に「来年相場」が入って来る。米株のアノマリー(季節的特性)でも、「クリスマス・ラリー」、「ニューイヤー・ラリー」という言葉があるように、年末・年始高への期待が高まるかもしれない。今から紅葉のシーズンまでは、じっくりと下値を確認し、種蒔きの時期を見極める局面であろう。決して焦ることなく。

(グラフ7)
ボラティリティーが高まる為替市場



巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

ストラテジー



相次ぐヘッジファンドの行き詰まり

英ヘッジファンドである RAB キャピタルの旗艦ファンド「RAB スペシャル・シチュエーションズ」は、2003 年に+1,475%という驚異的なパフォーマンスを挙げた。ところが、今年の運用成績は▲48%になり、顧客に解約停止を提案した模様である。オスブライに続く、ヘッジファンドの行き詰まりである。ニューヨーク・タイムズは、今後数ヵ月以内に最大で 80 のヘッジファンドが破綻する可能性がある」と報じている。昨年までは、原油、金、非鉄金属、穀物といったコモディティや、為替においては高金利・資源通貨、株式においては BRICs 等の新興国へ集中投資するのが、好パフォーマンスの近道であった。つまり、「ハイリスク・ハイリターン」の時代である。ところが、今春からは投資局面は一変し、「ローリスク・ローリターン」の時代へと劇的に転換している。膨張を続けたヘッジファンド等の投機マネーは、急速にシュリンクしている。

脇を固めてタイミングを待つ

野球に例えれば、昨年までは乱打戦である。目一杯バットを長く持って振り回し、長打を狙えば良かった。ところが、今年は投手戦である。しかも相手は、インディアンスのリーやブルージェイズのハラデー並みの防御率 2 点台のピッチャーである。守りを堅くして、走者はバントで送り、スクイズを狙わなければならない。日本女子ソフトボールが金メダルを獲得したのは、上野投手の豪腕もさることながら、堅守があったことが大きい。昨年を夢を追ってバットを振り回したら、完封されるのは必至である。

運用における完封負けは、ファンドの死を意味する。脇を固め、安定資産をオーバーウェイトしながら、タイミングを待つ局面である。攻めに転じるべき時は、誰の目にも分かる形で訪れる。

藤戸 則弘
投資情報部長

【重要な注意事項】

35008091641K2

(本資料使用上の留意点について)

- 本資料は当社が信頼できると考える情報ベンダーから取得したデータをもとに作成されておりますが、機械作業上データに誤りが発生する可能性があります。当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。ここに示したすべての内容は、当社の現時点での判断を示しているに過ぎません。本資料は、お客様への情報提供のみを目的としたものであり、特定の有価証券の売買あるいは特定の証券取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料にて言及されている投資やサービスはお客様に適切なものであるとは限りません。また、投資等に関するアドバイスを含んでおりません。当社は、本資料の論旨と一致しない他のレポートを発行している、或いは今後発行する可能性があります。本資料でインターネットのアドレス等を記載している場合がありますが、当社自身のアドレスが記載されている場合を除き、アドレス等の内容について当社は一切責任を負いません。本資料の利用に際してはお客様御自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。

(利益相反情報について)

- 当社および関係会社の役職員は、本資料に記載された証券について、ポジションを保有している場合があります。当社および関係会社は、本資料に記載された証券、同証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買いまたは売りのポジションを有している場合があります。今後自己勘定で売買を行うことがあります。また、当社および関係会社は、本資料に記載された会社に対して、引受等の投資銀行業務、その他サービスを提供し、かつ同サービスの勧誘を行う場合があります。
- 当社の役員(会社法に規定する取締役、執行役、監査役又はこれらに準ずる者をいう。)が、以下の会社の役員を兼任しております。:ADEKA, 豊田自動織機, トヨタ自動車, カスミ, 新生銀行, 三菱UFJフィナンシャル・グループ, カブドットコム証券, 東京海上ホールディングス, T&D ホールディングス, クリード, 三菱倉庫, KDDI

(外国株に関する注意事項について)

- 当社からの勧誘による外国株式のお買い付けの際は(本邦取引所上場銘柄を除く)、必ず外国証券内容説明書にて発行者・証券情報をご確認ください。
- 外国株式に関する資料は、Form 10-K 等当該外国法に基づく「有価証券報告書」と同等の公的書類、年次報告書(Annual Report)、四半期報告書、アーニングリリース等の会社発表による公開情報をもとに作成しております。当社によるレーティング、投資判断、業績予想等は含みません。なおデータの取得・入力時期の違い等により、本資料と外国証券内容説明書の数値等が異なる場合があります。
- 本資料で取り上げられている外国証券は(本邦取引所上場銘柄及び国内非上場公募銘柄を除く)、我が国の金融商品取引法に基づく企業内容の開示は行われておりません。当該外国証券の開示情報は、主要取引所の所在する国の開示基準に基づいています。

(リスク情報について)

- 日本および外国の株式・債券への投資は、株価の変動や、発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化、金利・為替の変動などにより、投資元本を割り込むリスクがあります。**

(手数料について)

- 国内株式の売買取引には、約定代金に対して最大1.365%(税込み)(最低手数料2,625円(税込み))の手数料が必要となります。株式は、株価の変動により、損失が生じるおそれがあります。
- 外国株式の売買取引には、現地委託手数料と国内取次手数料の両方がかかります。現地委託手数料は、約定代金に対して最大0.7%(上海市場は最低手数料1米ドル、深センは最低手数料5香港ドル)の手数料、国内取次手数料は、約定代金に対して最大0.84%(税抜0.80%)の手数料が必要となります。外国株式は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。
- 非上場債券(国債、地方債、政府保証債、社債)を当社が相手方となりお買い付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外国債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

(著作権について)

- 本資料は当社の著作物であり、著作権法により保護されております。当社の事前の承諾なく、本資料の全部もしくは一部引用または複製、転送等により使用することを禁じます。

Copyright 2008 Mitsubishi UFJ Securities Co.,Ltd. All rights reserved.

〒100-0005 東京都千代田区丸の内 2-5-2 三菱ビルディング

三菱UFJ証券株式会社 投資情報部

(商号等) 三菱UFJ証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第179号**(加入協会)** 日本証券業協会、(社)投資信託協会、(社)日本証券投資顧問業協会、(社)金融先物取引業協会



三菱UFJ証券株式会社
投資情報部
東京都千代田区丸の内 2-5-2
三菱ビルヂング