

デフォルト・ショック： 短期的には軽傷、中期的には警鐘



**JEAN BAPTISTE
BERTHON**
Senior Investment
Strategist, Amundi
Investment Institute



**VINCENT
MORTIER**
Group CIO, Amundi



MONICA DEFEND
Head of Amundi
Investment Institute

- **米国で最近発生した 2 件のデフォルト**（Tricolor Holdings と First Brands）に、市場は顕著に反応したが、現時点では限定的な範囲に収まっている。直接的な影響はサブプライム自動車ローンと川下のセグメントに集中しているが、影響を受けた銀行やノンバンク系の貸手の一部で評価が下落、ディストレスト債やハイイールド債のスプレッドは拡大している。
- **市場のファンダメンタルズのシグナル**（短期資金市場やディーラー在庫など）は、広範でシステムティックな破綻ではなく、**局所的な資金調達上の問題であることを示唆**している。流動性指標と銀行の引当金は概ね安定性を保っている。
- アムンディは、個別銘柄レベル、クラスターレベル／セクターレベル、システムレベルの 3 層で潜在的影響を分析、検討したが、**今回の事象は管理可能**であり、現時点では大きな問題にはならないと判断している。
- **とはいえ、これは注意すべき警鐘**である。プライベートの資金フローの規模拡大と不透明化、そして銀行やその他仲介機関との関連の拡大、強化は、継続的な監視を必要とする構造的リスクを高めている。
- **影響を受けたセグメントのリスクプレミアムは徐々に上昇**、資金調達コストも押し上げられ、レバレッジをかけたプライベート・プレイヤーにはさらなる圧力がかかる一方、投資家と運用会社の選別を加速させることになるだろう。

デフォルトの背景

トリカラー・ホールディングス（Tricolor Holdings）は、クレジット履歴が脆弱な借り手を対象としたサブプライム自動車ローン会社兼中古車販売業者である。同社は 9 月に連邦破産法第 7 章に基づく清算手続きを申請した。この事件では最大 100 億ドルの債権と 25,000 件以上の債権者が関与する可能性がある。地域銀行や全国銀行は合計 5 億ドル規模の評価損に直面し、その他の取引債権者は 6 億～8 億ドルの損失を被る可能性がある。破産申請の中心には、詐欺や担保管理の不備（特に車両の二重担保設定）の疑惑がある。この事例は自動車金融サブセクターにとって直接的な危険信号であり、資金調達メカニズムの脆弱性を浮き彫りにしている。

自動車部品サプライヤーの**ファースト・ブランド（First Brands）**は、買収とシャドー/プライベート・クレジット融資による積極的な拡大を進めてきたが、9 月に連邦破産法第 11 章の適用を申請した。負債総額は約 500 億ドルと報告されているが、債券保有者、特にプライベート・クレジット・ファンドや CLO は、回収率が低くなる可能性が高い（10～20%程度）。数千の取引先債権者が未払いの請求書に直面しており、一部の銀行は 20 億～30 億ドル規模の評価損を被る可能性がある。原因は過剰なレバレッジ、不透明なオフバランスシート融資、そして資金の横領疑惑も複合的に絡んでいるようだ。

これらのデフォルトは特異な事例に見えるが、プライベート・クレジットやシャドーバンキングに内在するリスクを浮き彫りにしている。

デフォルトに最も近い市場セグメントの反応

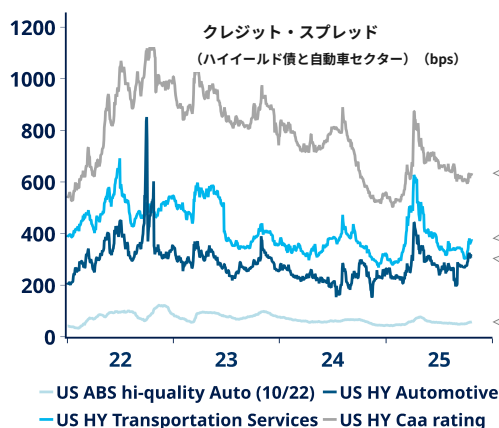
自動車セクターでは、ハイイールド債のスプレッドがその他セグメントより拡大したが、長期平均の範囲内にある。ABS と自動車ローン金融（自動車 ABS プールのディーラー・プライムブローカー融資を含む）のストレスは現時点で管理可能な水準である。

ディストレスト債、および、より広範なハイイールド債で、スプレッドは大きく拡大したが、これも管理可能な範囲である。インプライド・クレジット・ボラティリティは、投資家がパニックではなく、秩序ある方法でプロテクションを求めていることを示している。

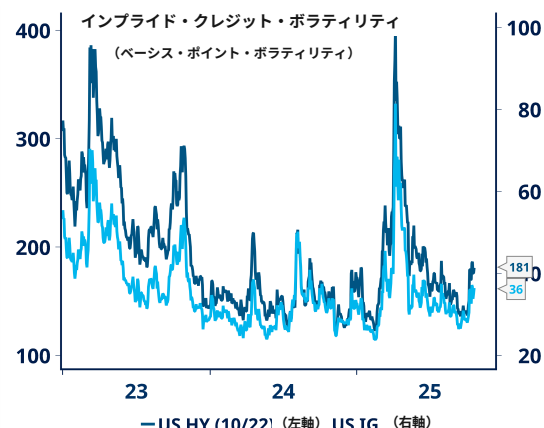
「自動車セクターにおける最近のデフォルトは特異な事例であり、クレジット市場は秩序ある動きを示しており、パニック売りは発生していない。」

用語集

- **IORB**（準備預金金利）：連邦準備制度理事会（FRB）が銀行に支払う準備預金金利。つまり、銀行は FRB からリスクフリーで得られる利回りより低い金利では準備預金を貸し出さない。
- **SOFR**（担保付き翌日物金融金利）：米国債を担保とした翌日物レポ取引の市場金利。取引ベースで算出され、広義のリスクフリー基準金利として用いられる。
- **O/N 預金金利**（無担保翌日物預金）：無担保翌日物預金または銀行間翌日物貸出で支払われる／受け取る金利。銀行間の無担保貸金調達コストを反映する。
- 銀行は連邦準備銀行に準備金を預けることで、無リスクで **IORB** を得られる。したがって通常時、翌日物預金金利は **IORB** 以下であるべきだ。SOFR やオーバーナイト金利が **IORB** を上回る場合、銀行や市場参加者が連邦準備制度が支払う金利よりも高い金利で市場に貸し出すことを好む（あるいは必要とする）ことを意味する。逆に、借り手が流動性需要、利用可能な担保の供給制限、バランスシート制約、取引相手先や信用面の考慮からより高い金利を支払っていることを示す。
- **上限金利**は天井として設計されている。市場金利がこれを上回ると、FRB の短期金利に対するコントロールは弱まる。市場は FRB が政策上適切とみなす水準を上回る金利で取引している状態だ。
- これはストレスや流動性不足の兆候だ。現金需要の高まり、担保不足、取引相手リスクが翌日物金利を政策金利範囲以上に押し上げる可能性がある。

自動車セクターへのインパクトは顕著だが
極端ではない

クレジット・リスク回避の秩序ある動き



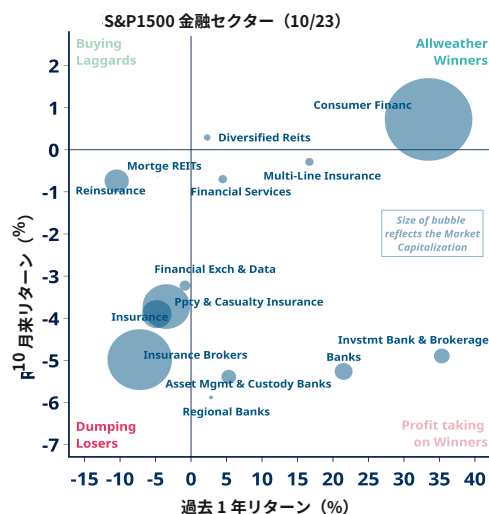
出典：Macrobond、Bloomberg、アムンディ・インベストメント・インスティテュート。データは図表に示された時点のもの。

非銀行系金融機関には一部ストレスの兆候が見られる。ビジネス・デベロップメント・カンパニー（BDC）一貸付と株式投資の両方を通じて非上場中小企業に投資する上場企業は重要な経済的役割を担うだけでなく、非公開（プライベート）市場の健全性を測る貴重な指標でもある。BDC 発行債のクレジット・スプレッドは約 30 ベーシスポイント拡大しており、このセグメントにおけるリスクの認識の高まりを反映している。銀行やプライベート投資ビークルのエクスポージャーのトラッキングは断片的で開示も遅れており、望ましくないエクスポージャーが後から表面化する可能性がある。

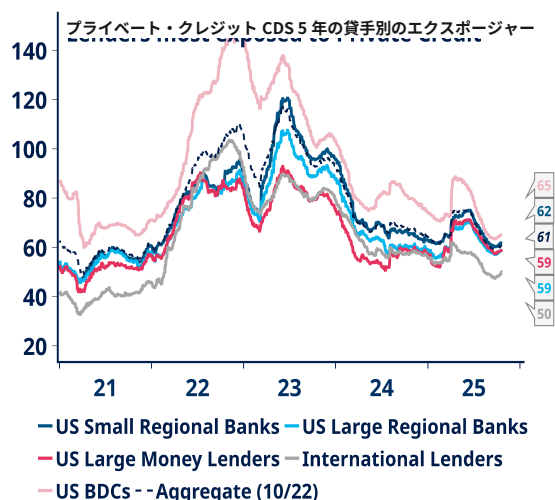
直接融資の状況を反映するレバレッジドローンの地合いも悪化しているが、その脆弱性は主に最低格付けのトランシェに集中している。一方、CLO やプライベート・クレジット資産の評価は全面的に下落したわけではなく、一部の限定的な対象が調整に入っているに過ぎず、価格の見直しも、依然、部分的であり、システムティックなものになってはいないことを示している。

複数の地域銀行では株価が急落し、クレジット・スプレッドも拡大した。これらの金融機関は、商業用不動産へのエクスポージャーの集中や流動性ミスマッチなど、既存の構造的弱点に焦点が当てられたものである。顕著な動きではあるものの大規模ではなく、これらの銀行は米国銀行システム全体のごく一部に過ぎない。一方、大手銀行は小幅な評価減にとどまった。これらのデフォルトに最も深く関与した個々の金融機関の CDS（信用デフォルトスワップ）の総合的なインプライド・スプレッドは上昇したが、近い将来の重大な脅威を示唆するものではない。

地域銀行へのインパクトが最大



CDS で最も影響を受けた金融機関



出典：Macrobond、Bloomberg、アムンディ・インベストメント・インスティテュート。データは図表に示された時点のもの。

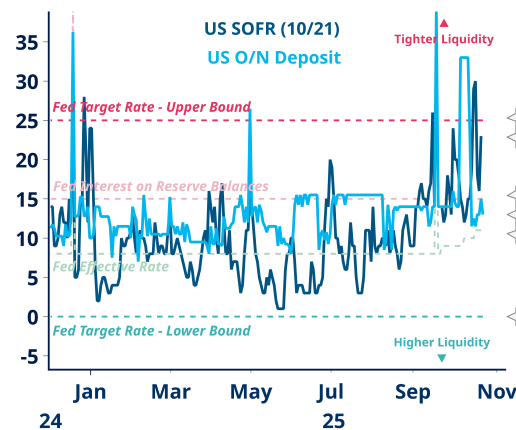
市場の反応の全体像

「これは局所的なストレスであり、システムック・ショックではない。レバレッジドローンの脆弱な部分は低格付けトランシェに集中しており、プライベート・クレジットの再評価も部分的だ。このような状況は、市場の全面的な撤退ではなく、リスクの再調整を行っていることを示唆している。」

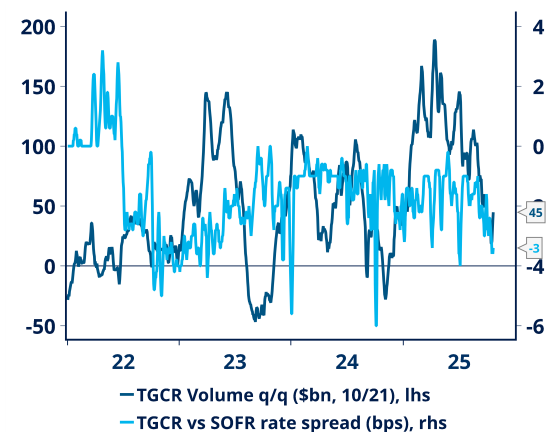
マネー市場と短期資金調達市場では、一時的なストレスが見られた。レポ取引の動向にも小さいながら異常が生じた。

三者間レポ取引も、ディーラーや大規模なキャッシュの投資家にとって主要な資金調達源であり、米国債や ABS などの証券を担保として利用している。取引量の減少、金利の上昇、または担保選別の急激な変化は、現金保有の増加、追加証拠金請求、あるいは信頼喪失を示唆する可能性がある。TGCR（三者間一般担保金利）取引量の持続的減少や、TGCR 対 SOFR 金利の上昇は早期警戒信号となるが、システムティックな問題を示すような事態は発生していない。

マネー市場における小規模なアノマリー



三者間市場にストレスの兆候は見られない



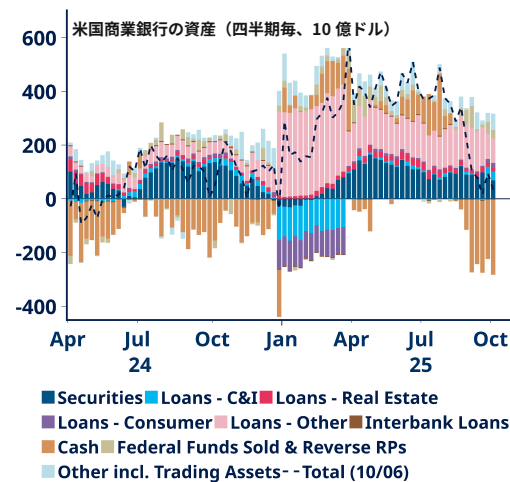
出典：Macrobond、Bloomberg、アムンディ・インベストメント・インスティテュート。データは図表に示された時点のもの。

証券会社の融資金利クレジット取引条件は概ね安定しており、大規模な資金流出を示唆してはいない。

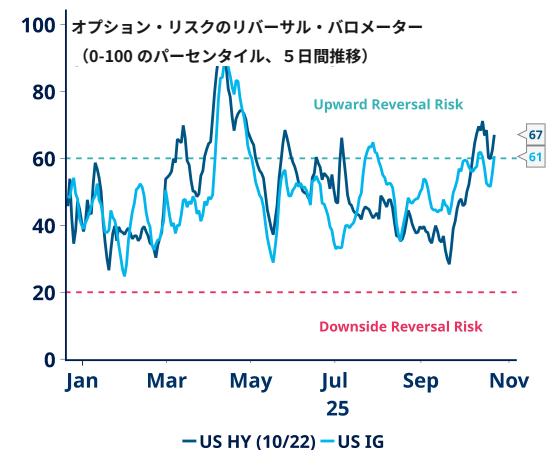
商業銀行は現金バッファを減らしているが、融資は削減しておらず、レポ準備金を大幅に増やしているわけでもない。これは安心材料となっている。なお、低位銘柄は評価に対する懸念を浮き彫りにする傾向がある。

クレジット・ポジションに焦点を当てたオプション市場は楽観視と反発期待を示している。

銀行は融資の窓を閉めていない



信用回復を見据えたオプション・ポジション



Option Barometers are based on 8 metrics, overweighting OTM positioning, expressed as percentile. A low marker signal growing positions for downside risk and greater volatility

出典：Macrobond、Bloomberg、アムンディ・インベストメント・インスティテュート。データは図表に示された時点のもの。

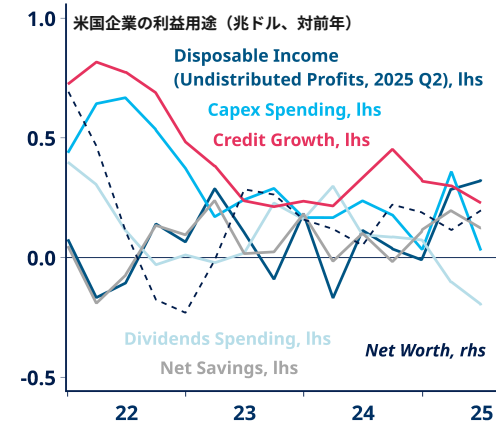
「企業のファンダメンタルズは堅調で、債務残高も管理可能な水準にあるため、広範に伝播するリスクは限定的。同時に政策支援と規制緩和が追加的なバッファになっている。」

マクロ経済およびクレジット・ファンダメンタルズへの影響

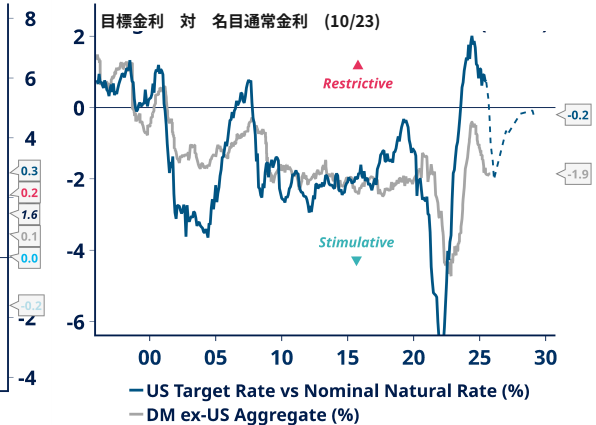
テクノロジー分野以外では設備投資は控えめで、個別企業レベルで、収益は健全な状態が維持されており、現金保有水準も十分である。多くの企業が株主還元を縮小し、レバレッジを管理可能な水準に抑えている。これらの要因が広範な伝播の可能性を抑制している。

金融・財政支援は拡大しており、連邦準備制度理事会（FRB）は流動性ストレスに対処する手段を保持している。これらは、これまで必要とされなかったものだ。米国では今後数ヶ月で規制緩和も加速する見込みであり、追加的なバッファになるだろう。

適度な企業のレバレッジ



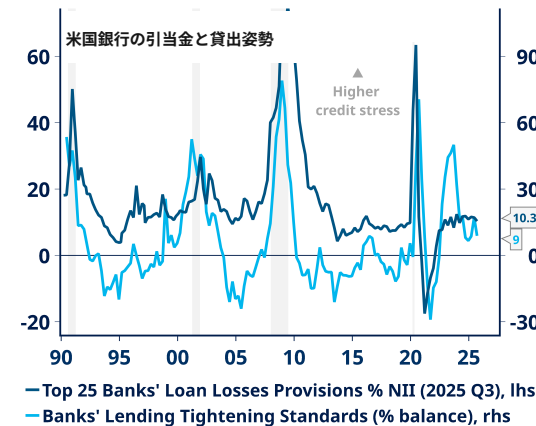
強力な金融からの支援



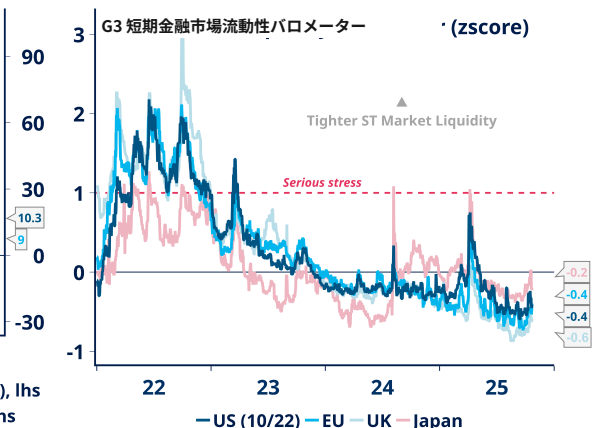
出典：Macrobond、Bloomberg、アムンディ・インベストメント・インスティテュート。データは図表に示された時点のもの。

銀行の引当金と貸出基準には、2025 年第 3 四半期を通じて広範な悪化は見られなかった。

大規模なデフォルトは銀行は想定せず



流動性はまだ逼迫していない



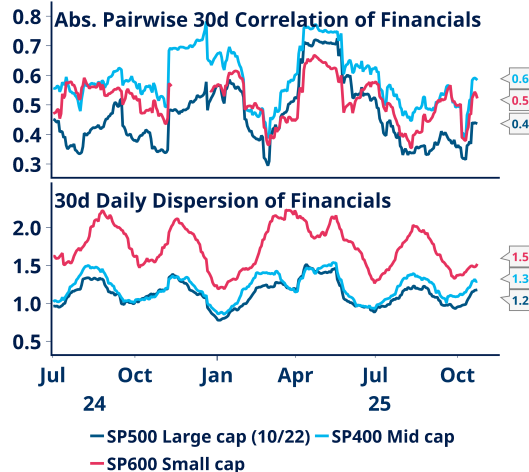
出典：Macrobond、Bloomberg、アムンディ・インベストメント・インスティテュート。データは図表に示された時点のもの。

伝播の兆候の有無の検証

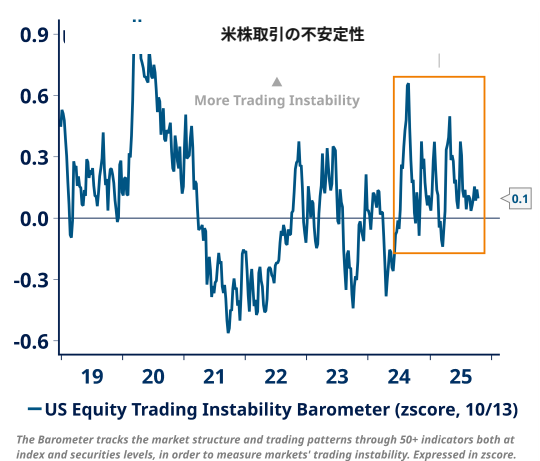
米国中心の短期流動性指標は、右上のチャートが示す通り、わずかな悪化は見られるものの、依然、良好な状態を維持している。流動性は通常、市場のトレンドを決定づけるため、これは直近のデフォルトによる影響が短期間で収束する可能性を示唆している。

金融株とハイイールド債セグメント間で緩やかな相関の上昇が見られるが、システマティックなパニックを示す水準ではない。しかしながら、50 以上のシグナルを集約し、異常な市場変動の可能性を推定するアムンディの「取引不安定性バロメーター」は悪化しており、構造的に以前より高い水準で落ち着きつつあるように見える。とはいえ、依然として極端な状態というには程遠い。

株式における緩やかな再相関



取引不安定性の高まり、ただし極端ではない



出典：Macrobond、Bloomberg、アムンディ・インベストメント・インスティテュート。データは図表に示された時点のもの。

株式及びクレジット市場で活動するヘッジファンドは、金融株や消費財株（自動車を含む）の保有を広く手放していない複数の事例が確認されており、現在のポジションは、値下がり局面を買い場と見做しているが示唆されている。

結論と見通し

「最近の出来事は、
中期的には脆弱性が
高まっていることを
示唆している。慎重
な銘柄選択がますます
重要になる局面
だ。」

今回の2件のデフォルトは、銀行、債券保有者、CLO、プライベート・クレジット・ファンドなど散らばっている様々な数千の債権者、市場参加者に影響を与え、その総額は数十億ドルに達している。過剰流動性と異例とも言える低デフォルト率の継続を背景に、10年以上にわたってドライブされてきた利回り追求スタンスが、脆弱なプロテクション、複雑な契約文書、引き受けの加速、不十分な開示に対する債権者の油断を浮き彫りにしたものと考えられる。

ミクロ（個別案件）レベル、クラスター・セクターレベル、そしてシステムレベルにおいて、状況はほぼ同様となっている：つまり、現時点ではこの事態は管理可能と考えられるということである。とはいえ、こうした出来事は、非公開（プライベート）資金の流れとシャドーバンキングの仕組みの拡大と不透明性が、中期的な脆弱性を高めていることを改めて認識させるものである。

したがって、これは将来への警鐘であり、今後、リスクプレミアムの上昇、資金調達コストを押し上げ、レバレッジをかけたプレイヤーに圧力につながり、投資家と運用会社の選別を強めることになる。

投資家は現在、矛盾した状況に直面している。短期的なファンダメンタルリスクは限定的だが、中期的リスク（地政学、財政赤字、技術変革など）が複数存在するため、市場は大幅な変動を受けやすくなっている。プライベート・クレジット市場も同様の矛盾に直面しているように見受けられる。短期的リスクは限定的に見えるが、プライベート・クレジットは、中期的には、より範囲で循環的のショックを受ける可能性があり、積極的な監視と選別の厳格化が求められている。

Amundi Investment Institute

In an increasing complex and changing world, investors need to better understand their environment and the evolution of investment practices in order to define their asset allocation and help construct their portfolios.

This environment spans across economic, financial, geopolitical, societal and environmental dimensions. To help meet this need, Amundi has created the Amundi Investment Institute. This independent research platform brings together Amundi's research, market strategy, investment themes and asset allocation advisory activities under one umbrella; the Amundi Investment Institute. Its aim is to produce and disseminate research and Thought Leadership publications which anticipate and innovate for the benefit of investment teams and clients alike.

Discover more from Amundi at www.amundi.com or visit us on



Definitions

- **Volatility:** A statistical measure of the dispersion of returns for a given security or market index. Usually, the higher the volatility, the riskier the security/market.

Important information

This document is solely for informational purposes. This document does not constitute an offer to sell, a solicitation of an offer to buy, or a recommendation of any security or any other product or service. Any securities, products, or services referenced may not be registered for sale with the relevant authority in your jurisdiction and may not be regulated or supervised by any governmental or similar authority in your jurisdiction. Any information contained in this document may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for or a component of any financial instruments or products or indices. Furthermore, nothing in this document is intended to provide tax, legal, or investment advice. Unless otherwise stated, all information contained in this document is from Amundi Asset Management S.A.S. and is as of 1 September 2025. Diversification does not guarantee a profit or protect against a loss. This document is provided on an "as is" basis and the user of this information assumes the entire risk of any use made of this information. Historical data and analysis should not be taken as an indication or guarantee of any future performance analysis, forecast or prediction. The views expressed regarding market and economic trends are those of the author and not necessarily Amundi Asset Management S.A.S. and are subject to change at any time based on market and other conditions, and there can be no assurance that countries, markets or sectors will perform as expected. These views should not be relied upon as investment advice, a security recommendation, or as an indication of trading for any Amundi product. Investment involves risks, including market, political, liquidity and currency risks. Furthermore, in no event shall Amundi have any liability for any direct, indirect, special, incidental, punitive, consequential (including, without limitation, lost profits) or any other damages due to its use.

Date of first use: 27 October 2025.

Document ID: 4937346

Document issued by Amundi Asset Management, "société par actions simplifiée"- SAS with a capital of €1,143,615,555 - Portfolio manager regulated by the AMF under number GP04000036 – Head office: 91-93 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris – www.amundi.com.

CHIEF EDITORS	EDITORS
MONICA DEFEND Head of Amundi Investment Institute	CLAUDIA BERTINO Head of Investment Insights, Publishing and Client Development, Amundi Investment Institute
VINCENT MORTIER Group CIO, Amundi	LAURA FIOROT Head of Investment Insights and Client Division, Amundi Investment Institute

Amundi
Investment Solutions

Trust must be earned

本資料のご利用に当たっての注意事項等

本資料は、アムンディ・インベストメント・インスティテュートが一般・参考情報の提供を目的として作成した資料を弊社が一部翻訳したものです。

本資料は、本資料に含まれるいかなる金融商品の販売や媒介を意図、または購入・売却の勧誘を目的としたものではありません。

本資料は法令に基づく開示資料ではありません。

本資料中に記載したアムンディ・インベストメント・インスティテュートの見通し、予想、予想意見等（以下、見通し等）は、当資料作成日現在のものであり、今後予告なしに変更されることがあります。また、見通し等や過去の運用実績を含むいかなる内容も、将来の投資収益等を示唆または保証するものではありません。

本資料は、信頼できると考えられる情報に基づき作成しておりますが、情報の正確性、完全性について保証するものではありません。

本資料に記載されている内容は、全て本資料作成日以前のものであり、今後予告なしに変更される可能性があります。

本資料に含まれる情報から生じるいかなる責務（直接的、間接的を問わず）を負うものではありません。

弊社の許可なく、本資料を複製または再配布することはできません。

アムンディ・ジャパン株式会社

金融商品取引業者登録番号：関東財務局長（金商）第 350 号

加入協会：一般社団法人投資信託協会 一般社団法人日本投資顧問業協会

日本証券業協会 一般社団法人第二種金融商品取引業協会

4945591