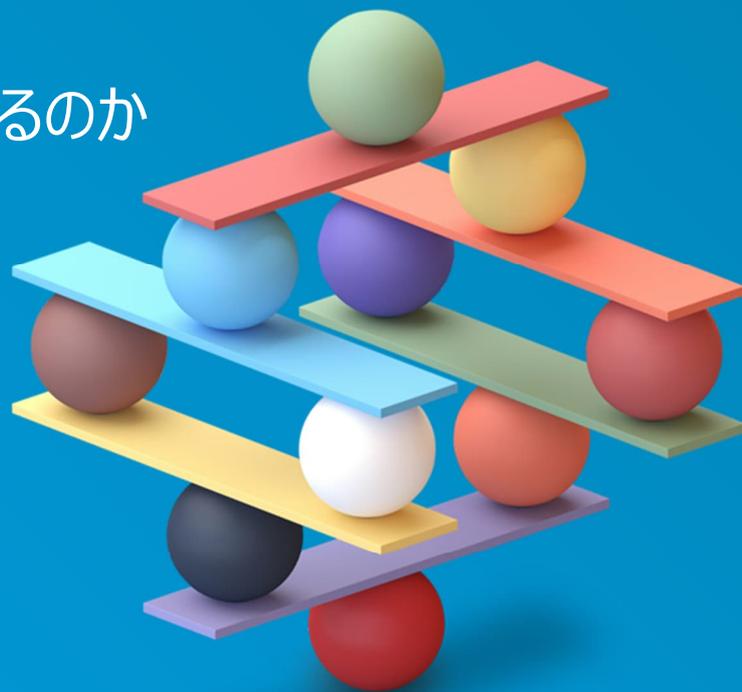


クレディ・スイス 問題の意味する ところ

何が起きたのか、
そしてこれから何が起こるのか

Mercer Asset Allocation Team

2023年3月22日



はじめに

銀行業界の混乱が続いた 1 週間後、UBS はクレディ・スイス（CS）を 3 月 17 日（金）終値の半額以下である 30 億スイスフランで買収すると発表しました。この買収はスイス政府によって促進・奨励され、スイス中央銀行は 1,000 億スイスフランの流動性援助を行い、CS の資産の潜在的損失に対して 90 億スイスフランの保証を行っています（ただし、UBS が特定の資産ポートフォリオに関する最初の損失 50 億スイスフランを負担することが条件）。

買収に際して、CS の普通社債はそのまま残りますが、約 160 億スイスフランの AT1 社債（詳細は後述）の価値はゼロとなることが発表されました。UBS の買収に驚く人はいないかもしれませんが、CS 株式の価値は大幅に減少しながらもある程度残存するにもかかわらず、AT1 債が無価値となったことに驚く人は少なくないでしょう。その結果、この買収が最近見られる銀行セクターの弱体化を緩和するのか、それとも加速させるのか、意見が分かれています。

AT1 債とは？

世界金融危機（GFC）後、銀行、特に大手銀行は、Coco 債（Contingent Convertible Bonds = 偶発転換社債）とも呼ばれる Additional Tier 1 債（AT1）の発行を奨励されました。これは、銀行の資本構造において通常の債券と株式の間に位置し、銀行が破綻する際にバッファーとなる証券を作るという考えに基づくものでした。危機的状況において、AT1 債の保有者は、通常の債券に損失が生じる前（それはリーマン・ショックのようなパニックを引き起こす可能性があります）、あるいは政府・納税者が損失を負担する前に、損失を吸収することとなります。Bloomberg によると、世界の銀行はこの債券を 2,750 億ドル発行しています。

AT1 債の保有者は、銀行が破綻すれば債券の価値がすべて失われることを理解していたものの、CS の AT1 債保有者が何も受け取らない一方で、CS の株式保有者が 30 億スイスフランを受け取ることに驚きの声を上げています。通常、債券保有者は株式保有者よりも「シニア（優先される）」であり、破綻時の残存価値は株式保有者が受け取る前に債券保有者に支払われます。一方、AT1 債の条項には、政府や規制当局が支援を行わなければならない状況下では、AT1 債保有者は全損となる可能性があることが明記されているとの意見もあります。また、平時には通常以上のリターンを得られるが、完全な破綻や政府の支援による買収の際には損失を被るというのが AT1 債の趣旨だと言う人もおり、いずれにせよ、これらは法律の専門家による議論が必要とされています。

銀行問題は拡大するのか？

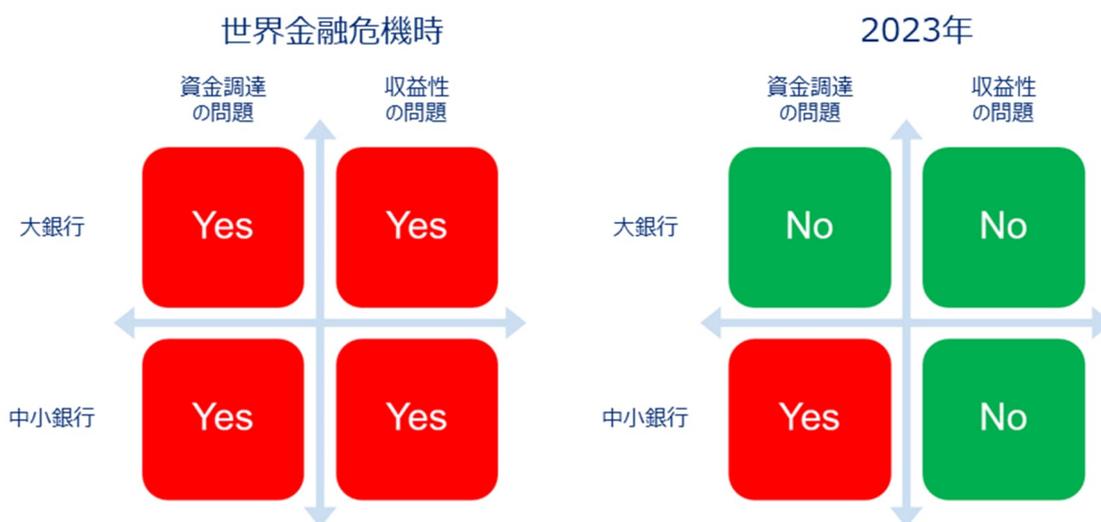
シリコンバレー銀行（SVB）に続いて 1 週間で 2 件目の大規模な銀行救済が行われ、また、他の銀行の AT1 債保有者にも不確実性がもたらされたことで、世界の銀行システムが 2007-2009 年に見られたような緊張状態に陥り、景気後退と金融市場の低迷を引き起こすのではないかと懸念が強まっています。

銀行の救済と急速な資本逃避は、確かに 2007-2009 年の出来事と類似しています。しかし、大きな違いもあります。やや単純化しすぎではありますが、銀行は預金という形でお金を集め、これらを他人に貸し、その差益から貸し倒れを差し引いたものが収益となります。GFC 当時、大小の銀行は預金側と貸出側の両方で問題を抱えていました。預金側では、全ての銀行が資本逃避のリスクにさらされていました。貸出側では、住宅市場の崩壊により、住宅ローン貸出を通じて銀行に大きな損失が発生し、同時に経済の低迷（主に 2008 年下半年と 2009 年）により、通

クレディ・スイス問題の意味するところ

常の企業融資に損失が発生しました。貸付金の貸し倒れは、低水準の自己資本で危機を迎えた銀行の資本基盤を悪化させました。

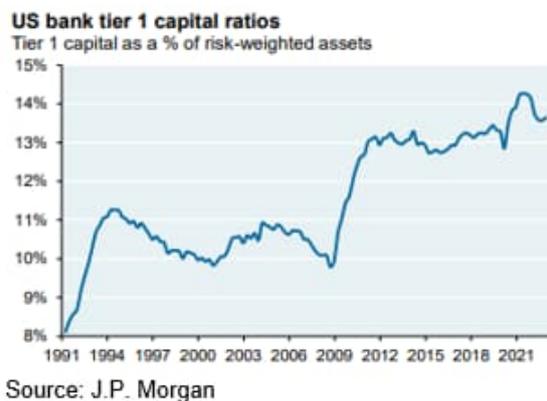
本稿執筆時点では、現在の問題は GFC の時よりもはるかに狭い範囲にとどまっているように思われます。大手銀行の資金調達に問題はなく、資金繰りの悪化は中小銀行に限られています。さらに、大手銀行も中小銀行も収益性を維持しているようで、住宅ローンや企業向け融資が多額の損失を抱えているというような状況ではありません。投資銀行業務は、規制が大幅に強化されたこともあり、GFC 以前よりもリスクが低くなっているように思われます。



出所 : Mercer

右のグラフに見られるように、銀行は 2007 年当時よりもはるかに多くの自己資本を保有しています。また、SVB の預金者全員が救済されたことで、他の銀行の預金者は、最悪の場合でも自分の預金が保護されることを期待し、逃げ出す可能性は低くなるはずです。

また、規制当局、中央銀行、政府には、大規模な銀行のデフォルトを望む声はないようで、したがって、他の銀行でも問題が発生した場合、迅速な対応が期待されます。クレディ・スイスは以前から苦境に立たされていた銀行であり、この問題が銀行セクター全体に及ぶとは考えていません。



まとめると、現在起きている銀行セクターの混乱がより広範に伝播し、銀行システム全体が危機に陥るリスクは管理可能であると考えます。人々の銀行への信用は気まぐれなものであり、何がきっかけで信用が回復するのか、いつ回復するのかはわからないことには留意する必要があります。しかし、一部の地域で見られている流動性の問題がより深刻なものに変化するには、銀行セクター全体の収益性が低下し、深刻な経済低迷が長期化することが必要です。もちろんその可能性はゼロではなく、我々は今後も経済データを注意深く観察していくつもりですが、少なくとも我々はまだそのような状況を見ていません。全体としては、2008 年並みの状況には至っておらず、楽観的な見方をしていますが、昨年、世界的に金利が急上昇したことを認識しています。このことは、当初は金利が安定しており、その後急激に低下した GFC の時とは異なる課題をもたらす可能性があります。

世界経済への影響

最近の動向は、銀行セクターの観点から非常に大きな影響を及ぼしています。しかし、経済的な観点から見た場合、どの程度の影響があるかはまだ明らかではありません。銀行や金融市場が消費者や企業への貸し出しを抑制したり、貸し出し金利を上げた場合、銀行セクターの弱さは経済の弱さにつながる可能性があります。これまでのところ、クレジットスプレッドの動きは、金融環境の引き締めが緩やかであることを示唆しています。下のグラフは、2001年から2023年3月17日までのクレジットスプレッド（国債とハイイールド債（HY）または国債と投資適格社債（IG）の利回り差）を示しています。ご覧の通り、最近の動きは非常に緩やかであり、クレジットスプレッド上昇によるマイナスはベース金利（国債利回り）の低下によって部分的または完全に相殺される可能性があります。



中央銀行の政策への影響

SVBとCSの問題が顕在化する以前、ほとんどの中央銀行は、金利を十分に高い水準に引き上げて経済を減速させ、労働市場の逼迫を緩和し、インフレ率を低下させることにしっかりと集中していました。これらは引き続き中央銀行の主要な目標ではありますが、銀行セクターの問題が金融環境の急激な引き締めにつながり、経済活動が弱まるという、わずかではあるが高まりつつあるリスクを中央銀行は意識していることでしょう。彼らの行動や発言は、経済状況だけでなく、金融市場の展開次第の面が大きいと思われます。

欧州中央銀行（ECB）は先週、金利を0.50%引き上げましたが、異例にも、今後の会合で何が起ころかについてのフォワードガイダンスはほとんどありませんでした。それにより、ECBは必要に応じて金融市場の状況に対応できるよう最大限の柔軟性を確保しました。一方で、「インフレが最優先事項であることに変わりはない」とのコメントは、金融引き締め政策の継続がECBの基本シナリオであることを示唆するものです。FRBや他の中央銀行も同様の道を歩むと思われる、全体的な経済活動に影響を与えるために金利を用い、銀行セクターの課題に対処するためには他の手段を用いるということに言及するでしょう。不確実性が高まり、短期的な道筋はより不明瞭になったものの、金融市場の状況が大幅に悪化しない限り、FRB、ECB、およびBOEは2023年も利上げを継続すると予想されます。

金融市場への影響

SVB が破綻する前、市場には様々な潮流がありました。中国の景気回復や欧州の天然ガス価格の急落により、これらの地域の成長とインフレの見通しが改善されるなど、経済データは全般的に好転していました。しかし、金利はすでに昨年大幅に上昇しており、中央銀行はそれがまだ続くことを示唆していました。弊社は、より高い利回りが得られることから、株式よりもグロース債券を選好していましたが、全体としてはリスクに対して中立的なスタンスを取っていました。

最近の銀行セクターの問題により、見通しはさらに不透明になりました。金融セクターの本格的な破綻は、長期的な波及効果をもたらす大きなショックとなります。一方で、その可能性は低いと考えており、最近の緊張状態から、FRB が今後数四半期にわたって非常に積極的な利上げを行うリスクは低下していると考えています。もちろん、状況は流動的であり、現時点では見通しを変更しませんが、今後開催される四半期ごとのグローバル・ダイナミック・アセット・アロケーション会議で詳細を検討し、適切と判断されれば適宜見通しを修正します。

重要事項

商号：マーサー・インベストメンツ株式会社

住所：107-6216 東京都港区赤坂9-7-1 ミッドタウン・タワー

電話：03-6775-6700

金融商品取引業者 登録番号 関東財務局長（金商）第454号

加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会

ご注意事項

- マーサーとは、当社、Mercer LLC、及び（又は）その関係会社を含むものとします。
- 本資料は、情報提供を目的として作成されたものであり、有価証券や金融商品の売買の申込みもしくは売買の申込みの勧誘を行うものではありません。本資料ではお客様の個別の状況を考慮した投資助言のご提案は記載されておりません。お客様ご自身の投資目的及び財務状況を考慮し、当該投資戦略のリスクや妥当性と十分にご検討ください。
- 本資料にはマーサーの秘密情報及び専有情報が記載されており、マーサーが定めた当事者以外には使用することはできません。本資料の内容の全部又は一部を、マーサーの書面による事前許可を得ることなく修正したり、販売したり、又は他の個人若しくは組織に提供したりすることはできません。
- 本資料で明示される所見、評価、及び（又は）意見は、マーサーの知的財産であり、予告なく変更される場合があります。これらは、検討対象の投資商品、資産クラス、又は資本市場の今後の運用実績に関し、何らかの保証を付与することを意図するものではありません。
- 過去の運用実績は、将来の運用成果を約束するものではありません。
- 本資料は信頼できると判断される情報に基づいて作成されていますが、マーサーがその情報の正確性、信頼性を保証するものではありません。
- 本資料に掲載されている内容は全て資料作成日以前のものであり、今後予告無しに変更される可能性があります。
- マーサーの利益相反に関する開示については、当社担当者にお尋ねいただくか、又は [Report\(Vertical\)\(mercer.com\)](https://www.mercer.com/Report/Vertical) をご覧ください。
- 本資料に掲載されている情報は法律、会計、税務、経営、投資その他にかかる助言を含むものではありません。
- 弊社はお客様との投資一任契約に基づき、お客様の口座に外国投資証券等を組み入れることにより運用戦略の提供を行います。組入対象となる外国投資証券等は金利、通貨、金融商品市場における相場その他の指標に係る変動を原因として価値が変動するため、投資一任契約に基づく投資の運用成果も変動します。投資一任契約に基づく投資は投資元本が保証されているものではなく、係る投資において生じた利益及び損失は全てお客様に帰属します。
- 投資一任契約に基づく投資顧問報酬として、原則として契約資産額及び契約期間に応じ定率の報酬をご負担いただきます。更に投資顧問報酬に加え、外国投資証券等に係る運用報酬及びアンダーライティング・マネジャーへの運用報酬その他の手数料等が外国投資証券等の資産から控除されます。これらの報酬や手数料等は、外国投資証券等により異なるため、その料率や上限額、合計額等を表示することはできません。