



RBC BlueBay
Asset Management



一週間で本当に変わったのはどの程度？

市場環境は劇的に変化しました...と言っても、2008年に戻ったとは考えていません。

2023年3月17日

著者
マーク・ダウディング
パートナー
最高投資責任者 (CIO)



コメント要約

- リスク管理の慢性的な不備により、一部の米地方銀行へのストレスが高まるという固有の問題が起きました。
- 信頼感の喪失を背景に、グローバルに銀行システムへのストレスが強まりました。
- 市場に安心感を与えるために、政府の措置がグローバルで取られました。
- 投資家は2008年の出来事を手掛かりとしてみているものの、2023年の銀行システムの状況と全く異なると考えています。
- 先週、欧州中央銀行（ECB）は50bpsの利上げを実施しており、米連邦準備制度理事会（FRB）も今後も物価安定のための政策を継続すると予想しています。

米シリコンバレー銀行（SVB）の経営破綻を受けて、金融市場では、政策金利見通しの再評価を中心として、かなり激しい価格動向が見られています。他の米地方銀行でも、同じような預金流出が見られる可能性があるとの恐怖感によって、経済にずっと大きな影響をもたらすシステムティックなイベントが起こりつつあるとの懸念が高まりました。

しかし、米連邦準備制度理事会（FRB）及び米連邦預金保険公社（FDIC）が、預金保護を目的として、「バンク・ターム・ファンディング・プログラム（BTFFP）」を設定し、額面価格で担保を受け入れて流動性を供給することを発表したことは、これらの懸念の一部払しょくに寄与しました。

SVBが破綻に至った経緯を分析すると、リスク管理の慢性的な不備や、見事とも言えるほどのリスク・テイクでの失敗が根底にあると考えられます。ここでは、一部の大手地方銀行が、システム上重要な銀行（SIBs）に適用されるものと同様の基準での規制の対象となっていないことが影響していると言えるでしょう。

その意味で、今回の一件はSVB特有の事象であったように見受けられ、過去数日間でやや小規模の金融機関からの預金流出が見られていながらも、更なる銀行の破綻は回避されている点は安心材料と言えるでしょう。

そんな中、海を渡った欧州では、銀行に対する懸念によってクレディ・スイス（CS）が深刻な圧力下に置かれました。多くの問題を抱えたCSは、相次ぐネガティブな報道や信頼感の喪失に苦慮してきました。

しかし今回、米国の銀行に対するストレスをきっかけに、同社のCDSスプレッドは500bps拡大し、リスク管理者による取引の停止や、投資家によるポジション解消の動きにつながりました。その結果スプレッドは先週半ばに一時1,000bpsまで拡大し、スイス国立銀行（中央銀行、SNB）は負のスパイラルを回避するために流動性支援を発表しました。

CSの危機を解決するためには更なる取り組みが必要であると見られますが、公的な支援はその検討のための時間稼ぎになるとみています。とは言いながらも、市場でこれほどまでに急激な動きが見られる中、迅速な措置が取られ、事態が早期に収束することが望まれます。

SVBやCSをはじめとした銀行危機は、2008年の記憶を蘇らせます。実際に、SVBとベア・スターンズ、CSとリーマン・ブラザーズを、本能的に重ね合わせてしまいそうな衝動に駆られるかもしれません。しかし、今日目にしている問題は、2008年の状況とは本質的に異なると考えています。

当時、銀行に対する規制はかなり緩く、銀行は過度にレバレッジを掛け、自己資本も乏しい状況でした。さらに、崩壊のきっかけとなった要因は、米国の住宅ローンの信用不安でした。2023年の銀行業界を取り巻く環境は大きく異なります。

実際、金利の上昇は銀行にとって好ましい経営環境につながっていました。さらに、中央清算機関を通じたデリバティブの決済によってカウンターパーティー・リスクは低減され、一つの機関における脆弱性が他の機関を脅かす懸念が低下しました。しかし実際のところ、銀行業界の中心では信頼が全てであるということでしょう。ひとたび信用が毀損されれば、取り戻すことは容易ではありません。

その意味で、銀行に対するストレスが高まる中、ビットコインが安全資産のような動きを見せたことは興味深いと言えるでしょう。ただし、銀行に対するこれらの懸念は、本来は一時的な性質のものであると考えており、政策担当者は必要に応じて流動性供給や預金保護等によって、これらのイベントに対処する能力を持ち合わせていると考えています。

先週までに行ったグローバルでの政策担当者との面談では、金利が上昇する局面で、幾つかの分野においてストレスを伴ったとしても不思議ではないとの認識があるように思えました。その点、米地方銀行はある意味で死角であったかもしれませんが、これらの問題は対処可能であり、実際に対処されることと思われます。

例えば、銀行への課税を通じて預金保護の対象をより広範に広げるなどの措置も考えられます。中小規模の銀行に対する更なる規制につながることはほぼ間違いないでしょう。例えば、EUのように安定調達比率（NSFR; Net Stable Funding Ratio）の導入で、保有証券と銀行の資金との年限のミスマッチを限定することなども考えられます。

とは言いながらも、仮にSVBが同銀行固有の出来事であったとすれば、今回の一件はこれで終了し、この先数週間ではぼ忘れられてしまうであろうとの感覚があります。その意味で、SVBの経営破綻が差し迫ったリセッションの前兆であり、FRBによる金融政策の転換のきっかけとなるとの主張は

見間違いかもしれませんが。

融資基準は厳格化し、その結果、金融環境の更なる引き締めにつながる可能性はあるものの、実体経済自体がそれほど大きく変化したかどうかは明確ではありません。わずか1週間前に議会証言を行ったパウエルFRB議長が、今後数か月間に亘り、現状の水準を大きく上回る水準まで利上げを続ける必要性に言及していたことを思い起こす必要があるでしょう。

比較的力強い消費者物価指数（CPI）も、金融システムの安定に加え、物価の安定がFRB及びその他中央銀行にとっての現時点での大きな仕事であることを思い出させるものでした。これは、成長を減速させ、継続的な物価への圧力となっている労働市場の力強さを抑えることを意味します。

これに関して言えば、FRBが使命を達成できるようにするため、SVBの問題に対して迅速かつ確実な対応がある程度必要であった、と述べる政策担当者も複数見られました。

このような点を踏まえ、米連邦公開市場委員会（FOMC）は今週の会合で25bpsの利上げを決定する可能性が高いとみており、米政策金利はこの先数か月間で5.5%近辺でピークを付け、少なくともその後数四半期は同水準で据え置かれるとの見方を維持しています。

金利に関するこのような見方を踏まえ、先週金利が大きく低下したタイミングで、米国短期金利のショート・ポジションを構築しました。先週月曜日の価格動向は、多くの投資家がショート・ポジションの損切を余儀なくされる中、2023年12月限月の金利先物がわずか数時間の間に100bps超も低下するなど明らかに減多とない動きでした。

また先週は日本国債利回りの動きにおいても変動の高まりが見られ、日本の10年国債利回りは一時、昨年12月に日銀が長期金利の許容上限を0.25%から0.5%に引き上げる前の水準まで低下しました。このような動きは、グローバル市場で金利ポジションがストップ・ロスに抵触したことと密接に関係していると捉えています。

本質的には、日本のファンダメンタルズに対する見方に変更はありません。引き続き、多くの労働組合が5%に近い賃上げを要求している中で、春闘の結果は多くの予想を上回るとみています。

日本におけるインフレ圧力は緩やかに高まっているとみており、経済状況を踏まえれば、イールド・カーブ・コントロール（YCC）という超緩和的な金融政策はもはや正当化されづらいとみています。

ユーロ圏では先週、欧州中央銀行（ECB）が大方の予想通り50bpsの利上げを実施し、預金金利を3%としました。コア・インフレに悩まされ続ける中、この先更なる利上げが予想され、政策金利は今年夏頃に3.75%近辺でピークを付けると予想しています。政策担当者の間では、欧州経済の想像以上の底堅さや、それに伴うインフレの粘性性が指摘されています。

政策がビハインド・ザ・カーブとなっている（後手に回っている）懸念はありますが、政策金利が既にECB理事会が想定する長期中立金利を十分に上回る水準となっている中、利上げペースは今後減速すると予想しています。欧州の銀行に対する何らかの脅威がこのような軌道を危くする可能性はもちろんです。CSで起きていることを除いては、欧州銀行セクター全体ではそれほど多くの懸念材料は存在しないと考えています。

英国では、ハント財務相が発表した2023年度予算において、財政政策に一定の緩和が見られました。エネルギー価格負担軽減策の維持に加え、年金拠出上限の引き上げ、育児支援の拡充などを通じて労働者に訴えかけ、労働参加率を高めることを目的とした政策を盛り込みました。

しかし、昨年秋にクワテング前財務相及びトラス前首相が発表した政策の大失敗を経て、財政の持続可能性への懸念の再燃を警戒し、政府は極めて慎重にならざるを得ない状況とみられます。また、「Back to Work（人々を再び職場に）」を目的とした予算が、折しも全国的な労働者ストライキの日に発表されるという皮肉も、英国が直面する、より根深い問題の一部を物語っていると言えるでしょう。

物価の上昇は続いており、住宅価格の負のスパイラルのきっかけとなることへの警戒から過度な利上げは実施したくないイングランド銀行（英中央銀行、BoE）は、困難な立ち位置にあると考えています。

社債市場に目を向けると、前週はA格の信用格付を有する発行体であったSVBの債券が、一週間で50セントを下回る水準にまで下落したという事実は、特に景気サイクルの後期に差し掛かる局面での信用分析の重要性を再認識させるものでした。

ボラティリティの上昇は、市場が幾らか高い信用リスクプレミアムを求めることを意味しますが、リセッションが差し迫っている、あるいは信用不安がより広範囲に広がる、といったことへの警戒感はやや過剰であるとみています。

企業のバランスシートは比較的強固で、引き続き、より懸念すべきはプライベート市場に関してであると考えています。同市場では、企業の保有キャッシュが急速に減少している、評価減が必要である、リターンを絞り出すために過度にレバレッジに頼ったりしている、といった状況を懸念しています。

またIPOの案件は2002年以來の低水準に留まっており、これらの企業の所有者の多くが、現時点でエクジット出来る機会が限定的であることを示唆しています。

今後の見通し

今週は米連邦公開市場委員会（FOMC）を控えています。過去数日間で市場が大きく動揺したことを踏まえ、3月の後半は市場のボラティリティが低下する可能性があると考えています。

一部の資産では過度な価格調整が見られ、時間が早送りになったかのような感覚で、市場で普通ならば数ヶ月間掛けて見られるような価格の動きが、文字通り、ほんの数時間で実現してしまった動きに、市場は朦朧としているように思います。

しかし、一歩下がって見てみると、特にパソコンのスクリーンから目を離せば、過去数日間でファンダメンタルズ面にそれほど大きな変化はないことがわかるでしょう。ボラティリティが高まる局面では市場がオーバーシュートしやすく、魅力的な水準で取引にエントリー出来るといった、興味深い投資機会が訪れる可能性があるとも言えます。

「Billionaire Bailout（億万長者の救済）」とも言われる支援策も発表された激動の一週間を経て、検証すべきことは多くありそうです。例えば、2008年にリーマン・ブラザーズでCFOを務めていた人物が（SVBの取締役の一人として）再び大手銀行の破綻に関与していたことや、過去数年間でベンチャー・キャピタルのために集められた資金の大半が、記録的な低金利環境下で巨額の米国債取引の資金となっていたという実態などは、改めて考えてみる必要がありそうです。

また、（ドット・フランク法で有名な）バーニー・フランク氏が、（破綻した）シグネチャー・バンクの取締役会に参加して以降、自ら制定に一役買った規制の緩和を主張していたと見られていることも特筆すべきかもしれません。実に奇妙な世の中です。

ディスクレームー

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく主な手数料や費用等は以下になります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。最終的な料率・計算方法等は、お客様との個別協議により別途定めることとなります。

ロング・オンリー戦略 (年率、税抜き)					オルタナティブ戦略 (年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	エマージング債	レバレッジド・ファイナンス	転換社債	運用戦略	トータル・リターン	絶対リターン
運用管理報酬 (上限)	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%	運用管理報酬 (料率範囲)	0.50% - 1.10%	0.90% - 1.35%
					成功報酬 (料率範囲)	0.00% - 20.0%	0.00% - 20.0%

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク

為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク

信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク

流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク

カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社の書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡しますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上



RBC BlueBay
Asset Management