



RBC BlueBay
Asset Management

滝の流れを追うことなかれ

先週は、クレディ・スイス（CS）の解体が欧州市場の中心的な話題となりました。

2023年3月24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

- グローバルの金融監督当局は市場の安定化に引き続き注力しています。
- 銀行の融資基準がより厳しくなることで、利上げに相当する影響が見込まれます。
- スイスの金融監督当局の決定により、クレディ・スイスの一部社債が無価値となりました。
- 経営に問題のある組織を除けば、銀行の経営環境は引き続き良好であるように見受けられます。
- 今のところ経済は勢いを維持しているものの、今年後半に成長の減速が予想されています。

先週も、金融セクターにおける混乱が市場の話題を独占しました。米国では、シリコンバレー銀行（SVB）破綻を受けた中小規模の銀行からの預金流出を食い止めるために、ジャネット・イエレン米財務長官が預金保護拡大の可能性を示唆しました。

しかし、機能不全に陥っている議会における米共和党側の反対が、このような政策の進展を困難にしています。銀行に対するストレスが悪化し続ければ、更なる支援は可能で、実際に実施されるとみえますが、中小規模の銀行を犠牲にする格好で大手銀行が恩恵を受けている中、最終的には支援策と引き換えに小規模の地銀に対する規制が強化されるとみられ、今後はむしろ、銀行間での扱いの差が解消される格好になるとみえます。

広範に言えば、これは銀行の融資基準がより厳しくなることを意味し、ひいては金融環境の引き締めにつながるとみています。その影響を推し量ることは困難であり、不確かではありますが、パウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長がその影響を25bpsもしくは50bpsの利上げに相当すると認めていることを踏まえ、これまでよりも低い米政策金利のターミナル・レートが織り込まれることは自然であるように思います。

これに関して言えば、先週の米連邦公開市場委員会（FOMC）における25bpsの利上げによって、実質的な米政策金利が4.85%となったことは、今回の利上げサイクルがピークに近づいているとの期待感から、ややハト派寄りに受け止められました。最終的には、今後数ヶ月間の成長及びインフレに関連した経済指標次第の部分が大いでしょう。しかし、次回5月初旬の会合での25bpsの追加利上げが今サイクル最後の利上げになるとの見方に、それほど反論の余地はないように思います。

その点では、この先の経済指標がやや軟化したとしても不思議ではないと考えています。1月及び2月は比較的穏やかな気候であったものの、3月は悪天候に見舞われたこともその一因です。ただし、コア・インフレ率は当面高止まりする可能性があるとともに、経済活動の軟化が堅調な労働市場に何らかの影響をもたらすまでには当分時間が掛かるとみられます。

したがって、今年末までに利下げが実施される可能性は低いとみており、その点において、FRBによる早期の緩和的な金融政策への転換を織り込んでいる市場の見方はやや見当違いであるように見受けられます。このような見方を踏まえ、米国短期金利に関してショート・ポジションを維持することが賢明であると考えています。

そんな中、欧州では、クレディ・スイス（CS）の解体や、これまで銀行の主要な資金調達手段となってきたTier1資本市場への影響の波及が市場参加者の注目の的となりました。CSに関しては、スイスの規制当局が法案を通過させ、正式な再生プロセスに入るための破綻認定されることなく、AT1債（を無価値とし）保有者に損失を負担させるという決定を驚きとともに受け止めました。

また、AT1債を無価値としながらも株主への支払いは行われるため、スイス当局がこの決定によって、確立された資本構造の序列を覆すことになるという点にも衝撃を受けており、2,750億米ドル規模のAT1債市場全体を脅かすものであると考えています。この決定によって、弁済順位で債券が株式に劣後することとなり、資本コストの急上昇を意味し、銀行セクター全体における、より広範なストレスにつながる可能性があるためです。

幸いなことに、欧州銀行監督機構（EBA）や欧州中央銀行（ECB）、イングランド銀行（中央銀行、BoE）などの欧州の金融監督当局は速やかにスイス当局のアプローチに否定的な見方を発表し、銀行の資金調達手段としてのTier1債の重要性を確認するとともに、AT1債が（弁済順位で）常に株式に優先されるという資本の序列を改めて強調しました。このような声明は投資家の信頼回復につながり、週の初めに大きく下落していた銀行株及び銀行債は反発しました。

債券のスプレッドは前週比で見れば依然として拡大していますが、欧州の銀行の見通しはかなりの落ち着きを見せました。一方で、ここ最近目にはしているのは、ある種のスイス・プレミアムの拡大のようなものであるとの認識も日増しに強まっています。スイスにおける規制の枠組みや組織体制は、これまで想定してきたよりも極めて脆弱であった可能性があるという認識を投資家が強めているためです。

実際に、将来的にはスイスの金融機関が発行したAT1債を購入する投資家が多くなるとは想定しづらい状況です。とは言いながらも、CSは、経営の失敗と相次ぐスキャンダルによって、組織として破綻しました。最終的にはこのことが信頼の喪失につながり、その意味で、ここ最近の出来事は、銀行にとっては信頼が全てであるという事実を改めて思い起こさせるものであったと言えるでしょう。信頼は、獲得するのは難しい一方、失うときは一瞬です。その点を踏まえれば、AT1債の保有者が銀行の失敗時に損失を被ることにそれほどの驚きはないのかもしれませんが。

とは言いながらも、CSの一件が一旦は収束へと向かう中、欧州の銀行セクターを改めて見渡してみると、経営環境は過去10年間で最も良好であるように見受けられます。金利上昇によって銀行セクター全般で純利ざやが改善しており、信用の毀損も比較的軽微に留まっています。

SVBやCSは、ベア・スターンズやリーマン・ブラザーズを彷彿とさせるものであったかもしれませんが、今日の状況は2008年当時とは大きく異なると考えています。グローバル金融危機（GFC）当時は、銀行が米住宅ローンの信用損失の拡大に直面し、信用の質が警告を発するペースで悪化していました。高レバレッジや脆弱な規制も、このような問題に拍車を掛けました。

それとは対照的に、今日では銀行のバランスシートがはるかに良好な状態にあります。したがって、システミックなリスクに発展する可能性は低いとみており、短期的なりセッション入りの可能性も引き続き極めて低いと予想しています。

今年後半に成長の減速は予想されるものの、今のところ経済は勢いを維持しています。ユーロ圏では、過去数か月間の相次ぐショックに直面しながらも相応の回復力（レジリエンス）を指摘する声が多く聞かれています。成長及びインフレは数か月前に予期されたよりもはるかに力強いものとなっており、ECBは政策金利がピークをつけるまでにあと数回の利上げを実施しなければならないかもしれないとの見方を維持しています。その場合、今や欧州の金融引き締めペースが米国を上回る状態となっていることから、米ドルに対するユーロの上昇基調が続く可能性があるとの見方に傾いています。

そんな中、先週は英国でも、BoEが25bpsの利上げを決定し、政策金利は4.25%となりました。BoEは今後の見通しについて比較的ハト派寄りの評価を示しました。同中銀は明らかに、この先賃金及びインフレが低下し、結果として住宅市場や消費者の所得にこれ以上痛手となる政策を実施しなくてよい状況を期待しているようです。

しかし、先週発表された消費者物価指数（CPI）が前年同月比10.4%であったことは、そのような中銀の姿勢を試すものとなりました。コア物価の加速によってインフレ率は高止まりしており、実質金利は依然として大幅なマイナス圏にあります。これまでのところ、英国経済も過去数か月間で比較的持ちこたえています。

しかし、生活費の高騰によって所得がしぼむ中、住宅価格に対する圧力は日増しに強まっています。最終的には、BoEが、相応しいと思われるよりもさらにハト派寄りの姿勢を維持する必要に迫られる可能性があるかとみており、その結果、他の地域と比較して英国ではインフレのオーバーシュートが長引く可能性があるかとみています。さらにそのような展開が、英ポンドの価値にとって重石になる可能性があると考えています。

その他の地域に目を向けると、先週はアジアやエマージング市場（EM）においては比較的静かな一週間となりました。この1か月間では、先進国市場におけるボラティリティの高まりが話題の中心となる一方、震源地から距離のある市場では比較的穏やかな投資環境が続きました。

より具体的に言えば、欧州投資適格社債市場では先週、ユーロ建てのクレジット債市場が2000年に誕生して以降で最も日次のボラティリティが高まった10日間のうちの2日間が記録されました。金融機関の社債スプレッドはコロナ危機時の水準まで拡大し、市場ではかなりのミスプライスが発生しました。

同様に、政策金利見通しに関連した動きも、パンデミック当初や2008年のリーマンショック時以外では見られたことのないほど不安定でした。過度なボラティリティの高まりによって大幅なミスプライスが発生するとともに、取引における流動性が著しく低下しました。

今後の見通し

3月を迎えるにあたり、リスク資産に対しては慎重な見方をしていましたが、その慎重さの一部を、銀行債への選好を強めるという形でポートフォリオに反映させていました。経済のハードランディングに対する警戒感が徐々に広がり始める中でも、収益見通しの改善によって、銀行セクターに対しては他のセクターと比較して良好な見方を持っていたことがその背景にあります。

その意味で、直近の銀行危機は予期していなかった出来事であり、そのためのポジションを取ってはいませんでした。結果として、本来であれば、直近の市場下落を好機と捉え、取っていたであろう投資行動を実行に移すことが難しくなっています。とは言いながらも、この先年末までには、さらなる投資機会が訪れるとの確信を持っています。

短期的なリセッション懸念については懐疑的な見方をしていますが、直近の銀行ストレスは経済における初期の揺れの一例であるとみています。中央銀行が積極的に利上げを進めれば、金融環境は引き締め、ストレスの芽は常に出現します。政策サイクルが終了するまでに、崩壊のさらなる気配が感じられることが一般的です。

ただし、見通しが暗くなればFRBがすぐに救済しないことが市場にとってサプライズとなるでしょう。金融の安定は重要であり、それを維持するためのツールは豊富に用意されています。それ以外では、中央銀行は引き続きインフレ対策に注力するとみており、その意味で、リスク資産に対しては更なる向かい風を予想しています。

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