



ブリュッセル出張報告： クレディスイスの反省会



マーク・ステイシー
シニア・ポートフォリオ・マネジャー
RBCブルーベイ・アセット
マネジメント

2023年7月

“FINMAに十分な
スタッフがいて、金融機関に対して
もっと強い権限があったならば、
FINMAはより効果のある監督を行う
ことが出来たはず
です”

投資適格の金融機関投資を専門とするシニア・ポートフォリオ・マネジャーであるマーク・ステイシーが、ブリュッセルの規制当局と議論を交わしてきました。話題は多岐に渡りましたが、スイス連邦金融市場監督機構（FINMA）がUBSとクレディスイス（CS）を合併させ、CSのAT1債の元本削減を決めたことが、議論の中心となりました。

ブリュッセル出張の最終的な目的は、CSの実質的な破綻を受けて規制当局と議論を交わし、新たな銀行規制の話し合いに貢献すること、他のマクロ政策テーマも話すことでした。議論した話題としては、次のようなものが挙げられます。

1. 銀行規制・破綻処理法制とマクロ・プルーデンス政策
2. エネルギー政策
3. 幅広いマクロ政策の話題

銀行規制・破綻処理法制とマクロ・プルーデンス政策

出張中、CSの破綻とスイス連邦金融市場監督機構（FINMA）がUBSとCSを合併させ、CSのAT1債の元本削減を決めたことについて規制当局と何度も議論を交わしました。主なポイントは以下の通りです。

FINMAの効果的でない規制：FINMAに十分なスタッフがいて、金融機関に対してもっと強い権限があったならば、FINMAはより効果のある監督を行うことが出来たはずで、これはECBの単一監督メカニズム（SSM）や監督戦略&リスク部局（SSR）などの欧州の銀行監督システムとかなり対照的です。

FINMAがCSの資本構造を覆す決定をしたことは異例なことで、欧州で起こることはないであろうと見ています。特に、破綻処理法を変更するために各国や欧州議会からの同意が必要というハードルを鑑みれば、尚更です。EUの銀行法と監督はスイスよりも、銀行に介入して、変化を確実にできるようにずっと強い権限を規制当局に与えています。ドイツ銀行とCSは、当局のアプローチの成功例と失敗例として挙げられると思います。

CSの破綻に対して監督が十分でなかった理由：必要に応じて効果的な監督上の行動が取れるような法的あるいは規制上の枠組みがスイスになかったことは明らかで、2008年の金融危機以降の規制変更によって、EUは先んじてこうしたリスクに対処してきました。

CSの破綻は、社内ガバナンスと規制当局の監督が不十分であったという2つの主たる原因がありました。ここで強調しておきたいことは、欧州の規制当局とFINMAは、（金融危機後にきちんと対処していなければ）それ程違いがなかった可能性があったことと、CSの破綻という結末によって、CSとは違いがあるにも関わらず、欧州の銀行にまだ影響が残っているという不本意な状況を考えれば、ECBの単一監督メカニズムはFINMAともっと協調すべきだったということです。

欧州のアプローチ：自己資本、流動性、厳格なストレス・テストによる規制に多方面からアプローチすることによって、シリコンバレー銀行（SVB）やCSといった銀行が抱えていた弱点は、欧州の銀行には現れない可能性が高いとみています。規制当局が銀行をモニターするために用いている指標も変更する必要がないと思います。急激な500bpsもの利上げという状況の中で、EUの小規模銀行がただの一つも破綻処理されないであろうという主張は難しいかもしれませんが、グローバル金融危機後のEUの銀行規制の枠組みは十分に設計されており、CSやSVBを破綻に導いた問題が起きるリスクは、EU内では相当低いと考えています。

銀行のバランスシート：欧州では預金は安定しており、SVBやCSとは状況が全く異なります。しかし、金利が上昇しており、新型コロナに関連したローンへの政府保証が期限を迎え、特に経済成長予想が2023年と2024年について下方修正される可能性が高いことから、銀行のバランスシートの資産サイドを注視することは重要です。

エネルギー政策

欧州へのエネルギー供給について、ロシアの強力な市場支配力を乗り越え、欧州のエネルギー危機は深刻な状況をかなり脱しました。政策当局にとって今の課題は、構造的に天然ガス消費を減らす方向に円滑に移行することです。

インフレ率低下への追い風：ベース効果とエネルギー価格下落は、引き続きインフレ率低下への追い風となっています。大口取引のエネルギー価格が小売価格の低下に至るには一定の時差があり、今後も徐々に低下が進んでいくと考えています。賃金上昇とインフレ率への影響は依然として2024年にかけての問題点ですが、賃上げの交渉や（賃上げの）期待値は英国よりも落ち着いています。中国の成長率は期待外れで、グローバルでのエネルギー需要を今年以降に低下させる重要な要因とみています。

“欧州へのエネルギー供給について、ロシアの強力な市場支配力を乗り越え、欧州のエネルギー危機は深刻な状況をかなり脱しました”

次世代のEU基金（復興基金）の配分遅れ：次世代のEU基金は、新型コロナのパンデミックによるユーロ圏の経済と社会へのダメージを回復するための手段であり、欧州経済の回復を始動させて、次世代により良い未来を準備するためのものです。しかし、今のところ基金の50%程度が配分されたのみで、エネルギー移行の前段と中盤において、今後かなりの財政面での刺激になると考えています。



エネルギー費用の低下：エネルギー費用は劇的に低下し、しばらくはこの状況が続くと考えています。調達先の多様化、供給の増加、再生可能エネルギーへの巨額の投資といったことによって、エネルギー価格は低下を続けるとみています。

エネルギー需要は減少：上に述べたエネルギーを取り巻く環境変化にも拘わらず、エネルギーの供給と費用面での不安定さから、ドイツから米国へのエネルギー需要は大幅に落ち込んでいます。エネルギー需要はウクライナへのロシア侵攻前と比べて19%減少しています。このうちの大部分（-15%）は生産性に影響しない過剰であった需要の削減であり、つまり「厚着をしていたものの、温度調整で脱いだ」ということで、当面は回復しないであろうと予想されています。

エネルギーでのボトルネックは消滅：北部ヨーロッパにおけるエネルギー供給のボトルネックは大体解決しました。ロシアへの依存度は現在わずか8%となっており、今後もロシアの供給に頼ることはないでしょう。

グローバルでのエネルギー需要の緩和：中国でのエネルギー需要は大きく落ち込んでいますが、低成長に加え、在宅勤務の増加といった新型コロナ後の構造的なエネルギー需要の減退という背景があります。エネルギーにおける最大のリスクは米国の供給能力、もしくは欧州にとって最大の天然ガス供給国であるノルウェーからの供給が途絶えることです。

“欧州の銀行にとって、この「逆ティアリング」は政策当局や規制当局による高度に政治的なアイデアです”

幅広いマクロ経済政策の課題

ブリュッセルの主要な政策担当者と議論をした2日間の出張では、マクロ経済面での課題も対象となりました。

タイトな労働市場：欧州の労働市場がタイトになっているのは、人口動態が主因の1つです。2000年が欧州では転換点になっており、労働人口の減少が新型コロナによるロックダウンで強まりました。

逆ティアリング：各国中央銀行の損失は、今後のECBにとって非常に頭の痛い問題になっていくとみえています。QEのためにほとんどの国債をゼロ%以下の利回りで購入したコア欧州国の一部中央銀行にとって、現在の利回りから考えれば、GDPに対して0.3~0.8%の損失になるとIMFは試算しています。

各国中央銀行の損失を抑制するために、キャッシュ金利について逆ティアリング（注：超過準備に対する金利を引き下げる）が議論されています。これはECBのインフレ抑制への市場の信認と短期金利を管理する能力に重大な影響を与え、導入される可能性は低いように思います（但し、この議論は注視が必要です）。

政策金利が大幅に引き上げられたため、ECBに民間銀行の資金が3.5兆ユーロ滞留していることで、中央銀行から民間銀行への富の移転（利払い）が実際に発生します。欧州の銀行にとって、「逆ティアリング」は政策当局や規制当局による高度に政治的なアイデアで、これが仮に現実となれば、（超過準備から利回りの得られる資産に資金シフトが起こることで）短期国債の利回りは低下し、銀行の収益に影響を与えます。



逆ティアリングについては、これが実現する兆しがないかを注意深く見ておかなければなりません。中央銀行が損失するという点を別にすれば、この政策にはあまり意味がありません。何故ならば、民間銀行の預金金利は次第に上昇し、最終的に預金金利の上昇から利益を受けるのは民間銀行の預金者になるからです。（税金で穴埋めされる可能性がある中央銀行の損失は、預金者である国民の利益と表裏になっていることから）これは単に順番の問題だと思えます。

預金保険改革：EUの銀行破綻処理と預金保険の枠組み（CMDI）は延々と議論されました。この改革案は中小規模の銀行を破綻処理する枠組みの問題点を扱っており、今年の米国の地銀で起きた預金流出を受けて、議論のスピードが上がってきました。この改革案は2024年に成立する可能性が高く、この改革案の影響に関して、規制当局及び政策当局と積極的に議論を交わしています。現案のままであるならば、シニア優先債の格付けにマイナスに働く可能性から、銀行のシニア債のスプレッドが拡大すると考えています。この改革案が成立すれば、次のようなことが考えられます。

- ・大部分の中小規模の銀行に対するECBの単一監督メカニズム（SSM）の監督権限の強化
- ・預金流出シナリオにおいては、ブリッジバンクのより迅速な活用を可能とすること
- ・銀行の優先債務に対する預金の優位性の確立

中国：政策や政治面での多くの最大の話題は中国で、中国との新たな状況についてでした。中国についての議論のトーンはワシントンDCと似通っていました。中国に関して、優先課題としては「デ・リスキング」、リスクの低減です。「反グローバルゼーション」トレードが異例に長期間続くと考えられ、つまるところ、中国を除いた新たな投資を分散させていくということです。保護主義が強まり、ソーラーパネル、電池、電気自動車といった製品への調達といった再生可能エネルギーへの移行にさえ、影響が現れるでしょう。米国のインフレ削減法（Inflation Reduction Act）やチップス法（Chips Act）と同様なものが欧州でも議論されると考えています。

“「反グローバルゼーション」トレードが異例に長期間続くと考えられ、つまるところ、中国を除いた新たな投資を分散させていくということ”

ウクライナ：最後になりますが、ブリュッセルの至る所にウクライナの国旗やそのポスターがあったことは、ウクライナのEU加盟について、政治的な方向を示していたように思います。我々との議論からは、加盟まで8～10年程度を想定しているようでした。



ディスクレーム

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ようになります。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					オルタナティブ戦略		
(年率、税抜き)					(年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	エマーゼンツ債	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