

DEEP INSIGHT ディープ・インサイト

広める価値ある投資情報

大槻 奈那
シニア・フェロー

金融危機再燃は本当にならないのか？

3月の金融動乱から約3か月が経ち、市場は既に危機を過去のものと考え始めている。しかし、利上げに打ち止め感はなく、個人の超過預金も減少する中、金融引き締めへの負の影響が再度表面化する可能性も否定できない。近年の金融ショックは、市場の懸念の中心よりはその周辺で、以前から何らかの脆弱性があるセクターで、かつ政府が支援しにくい場合に発生しやすい。危機発生の正確な予見は困難だけに、当面はリスク低減に向けた分散効果を厳密に見極める必要がある。

■ 3月の欧米銀行の動揺は概ね沈静化

3月の金融市場の動揺は、昨年来の急速な金融引き締めを副作用を表面化させた。しかし、その後株式市場も概ね復調し、市場は金融危機を過去のものと考え始めている。金融危機のリスクは本当に去ったのか。

米国では、過去1年で5%もの政策金利の引き上げを行った上、今後も更なる利上げの可能性が示唆されている。それでも、これまでは、新型コロナの間に積みあがった超過預金(過去のトレンドを超える預金残高)で個人消費が支えられ、利上げの痛みが和らげられていた(図表1)。しかし、ピクテの推計では、4月末の超過預金はピークから38%減少しており、早晚定常状態に戻ると思われる。

また、足元では、各種個人ローンの初期延滞が始まっている(図表2)。現在返済が猶予されている学生ローンも、9月からは返済が再開される予定だ。全米成人人口の2割は学生ローンを背負っているとされ(Educational Data Initiative)、その返済負担が加われば、個人にとって更なる重石となりそうだ。

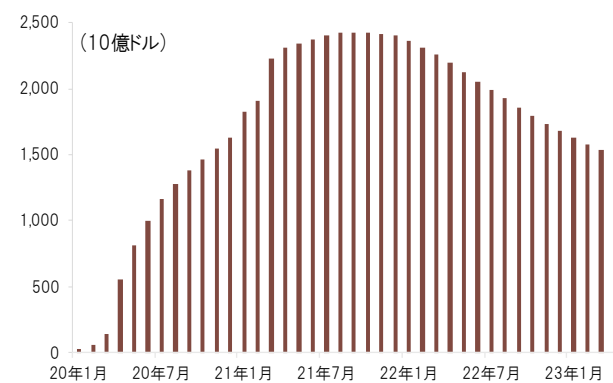
■ 金融ショック発生の要因とメカニズム

金融引き締めによる景気の減速局面から回復までの間に、大きな金融ショックを経なかった例は近年まれである。

こうした金融ショックにはいくつかの特徴がある(図表3)。第一に、懸念されている問題の中核よりも、その周辺に思わぬショックが発生しやすいという点である。

図表1:米個人の超過預金残高

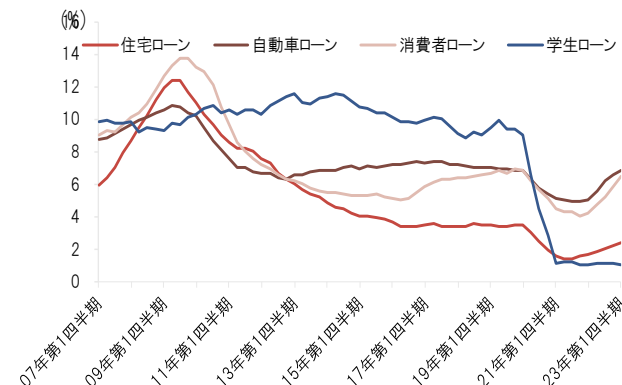
月次、2020年1月～2023年4月



出所:CEIC, Refinitivのデータに基づきピクテ・アセット・マネジメント作成

図表2:米個人借入の新規初期延滞比率

四半期、2007年第1四半期～2023年第1四半期



出所:New York Fed Consumer Credit Panel/Equifax

例えば、3月に経営破綻したシリコンバレー・バンク(SVB)のケースでは、その直前に暗号資産関連企業との取引を得意とする銀行持株会社シルバーゲート・キャピタルが自主清算したことが一つの契機となった。同社と同様にベンチャー企業取引に強かったSVBのリスク管理がSNS等で注目を集め、預

データ・分析等は過去の実績や将来の予測に基づくものであり、運用成果や市場環境等を示唆・保証するものではありません。

金の急激な流出に繋がった。しかし、SVBはシルバークロケット・キャピタルで懸念された暗号資産関係の業務は限定的だった。

次いで、UBSによる救済合併に至ったクレディ・スイスの場合、ALM管理にSVBほどの課題があったわけではなく、地域も業態も異なる金融機関だった。しかし、SVBの破綻を契機に預金の流出が注目を集め、その傾向が加速してしまった。いずれも、そもそもの問題を共有する金融機関ではなく、その周辺の金融機関が不安視され、経営難に追いやられたケースだった(図表4)。

このような現象は、リーマン・ショックでもみられた。リーマン・ブラザーズは投資銀行であり、その破綻前に主に問題となっていたサブプライム住宅ローンの証券化は必ずしも主要業務ではなかった。

最近SNSでの噂の拡散が極めて速いことから、投資家はその真偽を見極めて対策を取るのが容易ではなくなっている点にも注意すべきだ。

第二のショック発生の特徴は、以前から何らかの脆弱性を抱えていた分野やエンティティが、あるトリガーイベントを機に破綻し市場にショックを与えるという点だ。例えばクレディ・スイスは、以前から流動性が脆弱だとされていた。リーマン・ブラザーズも、サブプライム問題以前からリスクテイカーとして知られていた。

図表4: 昨年から今年3月にかけての金融市場の動乱



出所: 各種報道よりピクテ・ジャパン作成

データ・分析等は過去の実績や将来の予測に基づくものであり、運用成果や市場環境等を示唆・保証するものではありません。

逆に、噂に晒されても、その金融機関の財務等に殆ど問題がなかったことからショックを免れたケースもある。例えば、2003年12月に佐賀銀行が見舞われた取り付け騒動では、事実に基づかないチェーンメールが発端であったため、事態はほどなく鎮静化した。

第三に、政府等の支援が受けにくい場合である。リーマン・ショックが典型例だが、その他、日本でも1980年代のバブル期に行き過ぎた投融資を行った信金信組や銀行は、その後不良債権問題が深刻化した当初、公的資金注入や不良債権買取り等の支援を得られず、経営破綻を余儀なくされた。

逆に、今回のSVBをはじめとする米国の中堅金融機関のケースでは、米政府の支援の決断は極めて速かった。政府は、預金保険上限を超える全額保護を、銀行休業日の週末中に決定した。欧州のクレディ・スイスも、スイス政府が早期に介入しUBSが救済合併を発表した。

図表3: 近年の金融ショックの特徴

- ✓ 既に市場に消化されている不安より、その周辺でショックは勃発
- ✓ 何らかの脆弱性を抱える分野がターゲットになりやすい
- ✓ 危機に瀕した時に政府が救えない分野がクラッシュ

出所: ピクテ・ジャパン

■要件に合致する分野とは

では、このような要件に該当する分野にはどんなものがあるのか。

第一、第二の要件である、脆弱な部分を抱えており、現在懸念されている分野の中心よりは「周辺」に位置する、という条件に該当する分野として、例えば欧米の住宅市場がある。

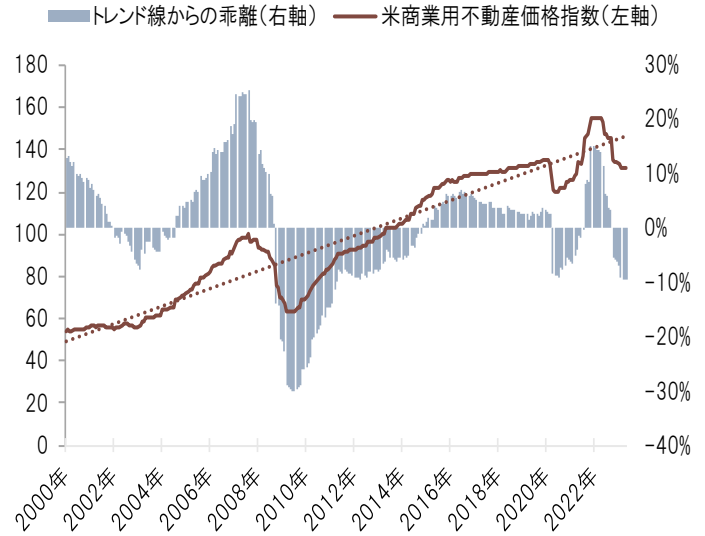
現在、商業用不動産が市場の懸念材料となっている。実際、5月時点の米国の商業用不動産の価格は、前年比で14.2%下落、トレンド線からは9.5%下方に乖離している(図表5)。しかし、商業用不動産融資の場合、LTV(Loan to Value、不動産の評価額に対する貸出の割合)は、通常65~80%程度と相応の余裕がある。また、これらのローンを証券化したCMBSについては、リーマン・ショックの教訓から保全が強化されている。

更に、商業用不動産市場は、住宅市場に比べて規模が小さい。Savills Researchの2020年のデータによれば、商業用不動産の資産価値は住宅のおよそ8分の1に過ぎない(図表6)。

一方、現時点では、米国の住宅価格に大きな下落の兆候はみられない。しかし、今年第1四半期には、住宅ローンの新規実行額の残高対比の割合は、過去最低レベルまで落ち込んでいる(図表7)。一般に、住宅価格は、どれだけ借りられるかという資金調達環境に左右されやすい。今後、住宅ローンがタイトな環境が続けば、価格下落のトリガーとなる可能性が高い。実際、米国の住宅ローンの初期延滞は、前掲図表2の通り増加し始めており、予断を許さない。

図表5: 商業用不動産価格の推移

月次、2000年1月~2023年5月

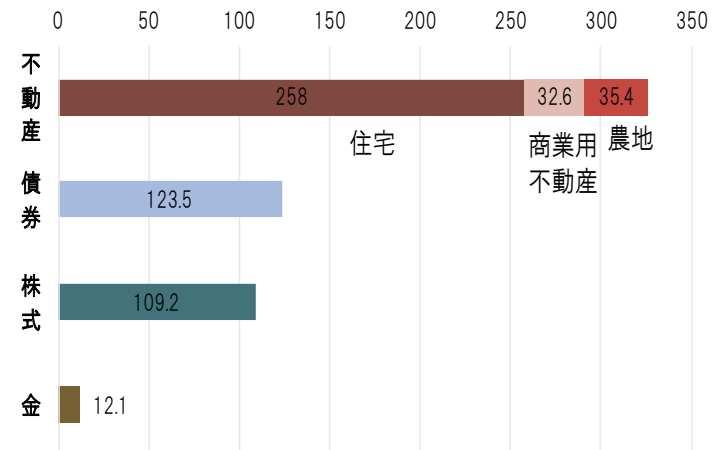


出所: Green Streetのデータをもとに、ピクテ・ジャパン作成

図表6: 世界の資産価値

2020年末時点の概算

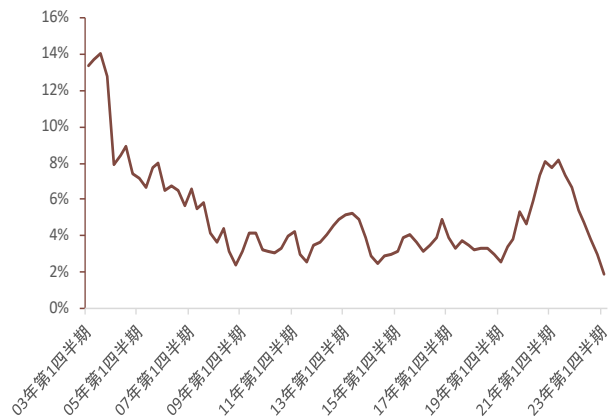
(兆ドル)



出所: Savills Researchのデータをもとに、ピクテ・ジャパン作成

図表7: 住宅ローン実行額(残高に対する比率)

四半期、2003年第1四半期~2023年第1四半期



出所: New York Fed Consumer Credit Panel/Equifax

データ・分析等は過去の実績や将来の予測に基づくものであり、運用成果や市場環境等を示唆・保証するものではありません。

次に、NBF(Non-Bank Financial Intermediation, ノンバンク金融仲介機関)のリスクが挙げられる。NBFには、ヘッジファンドや、生命保険、年金基金等の運用会社が含まれる。リスクをとって運用する機関であることから、政府からの支援が受けにくい分野である。

2022年末時点で、NBFが保有する資産は、世界の金融資産全体の49%に上る。にもかかわらず、これらの機関の開示レベルは低く、実態が不透明である。しかも、NBF同士の資産・負債の連動性は高く、1つの大型NBF等が破綻した場合、他のNBFに波及するリスクも懸念される。更に、ヘッジファンド等では資産の流動性も低い。例えば資金が流出した際に、7日以内に資金化できる資産は保有資産の22%に過ぎない(図表8)。一部のファンドでは資金の引き出し制限が設けられているものの、そうでない場合の流動性リスクと危機の波及リスクは相対的に高い。

その他、暗号資産市場やスタートアップ企業等も、政府が救いにくいセクターとして注目しておきたい。暗号資産市場の時価総額は約170兆円(2023年6月23日時点)となっており、機関投資家も参入する市場である。これまでも多くの動揺を切り抜けてきたが、比較的新しい市場であるだけに、更なる動揺が生じた時の波及影響は読みにくい。

また、スタートアップ企業についてもやや注意が必要だろう。世界のIPOの件数は昨年初頭以来低下トレンドにあり、直近では、5月としてはデータが取れる過去12年で最低水準となった(図表9)。こうした動きは、投資家のリスク選好度を徐々に低下させる可能性がある。

■ショックへの備えは？

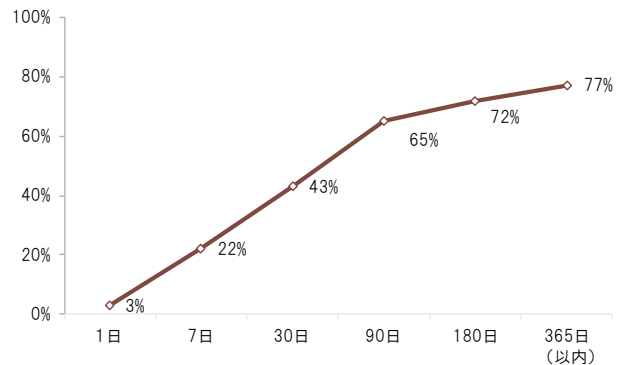
欧米で金融引き締めが落ち着いた現時点では、金融ショックの発生は引き続き強く意識しておくべきリスク・シナリオである。

こうしたショックに備えるにはどうしたらよいか。前述の通り、その発生個所とタイミングを事前に正確に予想するのは難しい。

従って、どこでショックが発生しても別の投資でカバーできるよう、投資先を分散しておくことが通常以上に重要になる。しかし、分散効果が発揮されるのは、投資先の金融商品の相関が低い場合のみである。例えば、世界の経済は連動性が高くなっており、地域分散効果は過去ほどは効かなくなっている。特に、大きなショックが発生すると、株式と債券が同時に下落してしまうなど、分散効果は平常時ほどには得られない場合もある。

ショックに備えるには、単に過去の分散効果が高かった資産に投資しておけば安全ということではない。それぞれの金融商品の本質に立ち返って、本当にショックの時に分散効果が得られる性質の商品なのか、過去のショックの時のパフォーマンスはどうだったのか等を改めて検証し、“いざ”に備えることが求められるだろう。

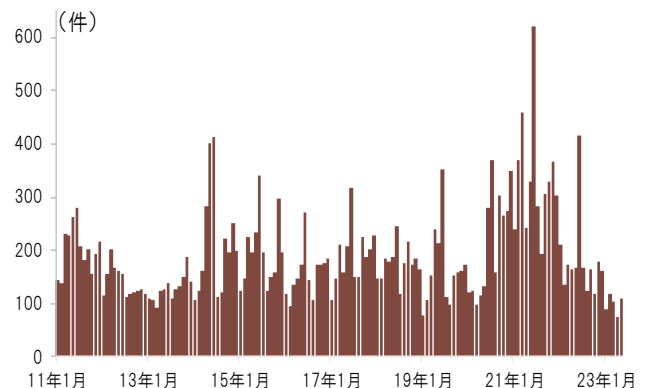
図表8: 欧州ヘッジファンドの資産の流動性



出所: ESRB。2022年7月のレポート。それぞれの日数内に流動化できる資産の預かり資産全体に対する割合

図表9: 世界のIPO件数

月次、2011年1月～2023年5月



出所: ブルームバーグデータよりピクテ・ジャパン作成

データ・分析等は過去の実績や将来の予測に基づくものであり、運用成果や市場環境等を示唆・保証するものではありません。

ピクテ・ジャパンの投資信託をご購入する際の留意事項

1. 投資信託に係るリスクについて

- (1) 投資信託は、値動きのある有価証券等(外貨建資産に投資する場合は、為替変動リスクもあります)に投資いたしますので、基準価額は変動します。したがって、投資者の皆様は投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。
- (2) また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくご覧ください。

2. 投資信託に係る費用について (2023年3月末日現在)

ご投資いただくお客様には以下の費用をご負担いただきます。

- (1) お申込時に直接ご負担いただく費用: 申込手数料 上限 3.85% (税込)
※ 申込手数料上限は販売会社により異なります。
※ 投資信託によっては、追加設定時信託財産留保額(上限 0.6%)をご負担いただく場合があります。
- (2) ご解約時に直接ご負担いただく費用: 信託財産留保額 上限 0.6%
- (3) 投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用: 信託報酬 上限年率 2.09% (税込)
※ ファンド・オブ・ファンズの場合、ここでは投資対象ファンドの信託報酬を含む実質的な負担を信託報酬とします。
※ 別途成功報酬がかかる場合があります。
- (4) その他費用・手数料等: 監査費用を含む信託事務に要する諸費用、組入有価証券の売買委託手数料等、外国における資産の保管等に要する費用等は、信託財産から支払われます(これらの費用等は運用状況等により変動するため事前に料率・上限額等を記載することはできません)。
ファンド・オブ・ファンズの場合、投資先ファンドにおいて、信託財産に課される税金、弁護士への報酬、監査費用、有価証券等の売買に係る手数料等の費用が当該投資先ファンドの信託財産から支払われることがあります。詳しくは、目論見書、契約締結前交付書面等でご確認ください。

当該費用の合計額については、投資者の皆様がファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

《ご注意》

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、ピクテ・ジャパン株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収する各費用における最高の料率を記載しています。投資信託に係るリスクや費用は、各投資信託により異なりますので、ご投資される際には、事前によく目論見書や契約締結前交付書面をご覧ください。

当資料をご利用にあたっての注意事項等

■ 当資料はピクテ・ジャパン株式会社が作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売上の推奨等を目的としたものではなく、また特定の銘柄および市場の推奨やその価格動向を示唆するものでもありません。■ 運用による損益は、すべて投資者の皆様へ帰属します。■ 当資料に記載された過去の実績は、将来の運用成果等を示唆あるいは保証するものではありません。■ 当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性、使用目的への適合性を保証するものではありません。■ 当資料中に示された情報等は、作成日現在のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。■ 投資信託は預金等ではなく、元本および利回りの保証はありません。■ 投資信託は、預金や保険契約と異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。■ 登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。■ 当資料に掲載されているいかなる情報も、法務、会計、税務、経営、投資その他に係る助言を構成するものではありません。

ピクテ・ジャパン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第380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