

## Today's Headline 今日のヘッドライン

“ジュネーブから今を見る”

梅澤 利文  
ストラテジスト



# 世界金融危機後の枠組みが問われる

金融不安の伝播を防ぐには迅速かつ柔軟な対応が求められます。反対に遅く、杓子定規な対応は事態を悪化させる恐れがあります。その点、現在の金融不安に対する欧米当局の対応は、スピーディーと思われれます。ただし、矢継ぎ早の対策の中には一部問題点も表れています。それでも、市場にはやや安心感も見られますが、予断を許さず、慎重に見守る姿勢が求められると思われれます。

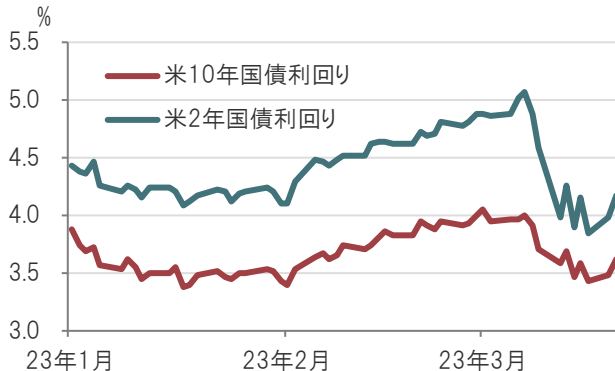
### ■ イエレン米財務長官、場合にはより預金全額保護を広げる可能性を示唆

イエレン米財務長官は2023年3月21日、米銀行協会(ABA)の会議で講演し、中小規模の金融機関が経営難に陥った場合、政府は預金者保護のために最近取った思い切った措置を繰り返し講じ得ると表明しました。イエレン長官は(破綻した米銀2行を念頭に)介入は米国の銀行システムを保護するために必要だったと説明しています。そのうえで、中小規模の金融機関が取り付け騒ぎに見舞われ、波及のリスクが生じるような場合は、同様の行動が正当化され得ると述べています。

米国債市場では金融不安を受け3月になり利回りが急低下していましたが、21日の市場では金融当局の追加的な対応策の可能性を受け、利回りは上昇しました(図表1参照)。

図表1: 米国債利回り(10年、2年)の推移

日次、期間: 2023年1月2日~2023年3月16日



出所: ブルームバーグのデータを基にピクテ・ジャパン作成

### ■ 世界金融危機後の破綻処理の枠組みからは異例の対応も一部に

米中堅銀行シリコンバレーバンク(SVB)とシグネチャー・バンクの経営破綻に加え、信用不安が根強かったスイス大手銀クレディ・スイス・グループの経営失敗が表面化したことで、金融不安が高まりました。金融不安が局所的にとどまるか、それともさらなる広がりを見せるのかを現時点で予測するのは困難です。ただし、今後の動向を左右する要因の1つが当局の対応です。

これまでの欧米当局の対応は迅速で異例続きとみられます。迅速さが求められるのは、ネット社会では預金流出のスピードが速いこと、そして何よりも危機拡大を防ぐには先手を打つのが鉄則であるからと見られます。

異例といわれるのは、2008年のリーマンショック(世界金融危機)を教訓に定められた金融機関の破綻処理のプロセスが想定とは異なるからです。リーマンショック時には、巨額の国民の税金を投入し、大手銀行などを救済したことに対する不満が高まりました。これを受け、銀行危機の回避に対して、自己資本の拡充と流動性強化を主な柱とする規制の枠組みとしてバーゼルⅢが作られました。バーゼルⅢでは「大きすぎて潰せな

記載された銘柄はあくまでも参考として紹介したものであり、その銘柄・企業の売買を推奨するものではありません。

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。

い」システム上重要な銀行(G-SIB)に対して、より手厚い自己資本などを求めています。

この枠組みでは、銀行が破綻した場合、損失は株式や債権者が負担し(バイルイン)、一方で預金は一定額預金保険制度で守られ、公的資金(税金)を使っての救済(バイルアウト)は行わないことが基本的な線引きと考えられます。

### ■ 今は、目先の問題対応が第一優先、将来的には枠組みの見直しも課題

しかし、これまでの一連の当局の対応から、平時はともかく、金融不安が高まる恐れがある局面ではバイルインとバイルアウトでスパッと分けられるものではないようです。これは現在の当局の対応の問題というよりはリーマンショック後の対応の枠組みを再検討する必要性を示唆しているように思われます。先のイエレン米財務長官も、現在の規制・監督体制を見直し、現在銀行が直面するリスクに対応する上で適切かどうかを検討する必要がある可能性を示唆しています。

米国の預金保険制度で保護される上限は1口座当たり最大25万ドル(約3360万円)ですが、破綻した2銀行については上限を上回る預金についても保護される方向です。イエレン財務長官の発言はこれを他行にも広げる可能性を示唆しています。従来の枠組みの柔軟化が求められそうです。

欧州におけるクレディ・スイスの買収では政府の介入であるバイルアウトが活用されたとみられます。バイルアウトとは、銀行の優先株購入などによる公的資金注入、預金全額保護、政府による(合併時などの)資産売却の損の埋め合わせなどが挙げられます。今回、買収が短期間に進んだのは買収する側のUBSに対し、クレディ・スイスの資産から損失が生じる場合、スイス政府が90億フランの保証を与えるとしています。これが国民負担になるのかは不透明ですが、バイルアウトが復権した印象です。

クレディ・スイスの買収ではAT1債(株式と債券の中間の性質を持った証券のひとつ)の価値が無くなったことも問題視されています。AT1債は銀行の自己資本として算入できる一方で、銀行破綻時には、AT1債が損失を吸収する役割を担うこととなります。ただ、通常弁済順位は株式より高く、破綻時には最初に株式で損失を吸収した後に、AT1債で損失吸収することが想定されています。しかし今回は、クレディ・スイス株式は買収時に30億スイスフラン相当の価値となる一方で、AT1債はほぼ無価値と報道されています。欧州では17年にスペインの銀行の破綻処理がありました。この時は株式、AT1債ともに減損処理されています。今回の弁済順位の逆転は異例ですが、今回のAT1債の条項には、このような対応が可能であったとの報道もあります。真偽のほどは定かではありませんが、仮にそうであったとしても、説明責任などに問題は残りそうです。

20日には欧州中央銀行(ECB)、欧州銀行監督機構(EBA)、単一破綻処理委員会(SRB)が連名で「最初に株式で損失を吸収した後にのみ、AT1債の評価減が求められる」との声明を出すなど火消しに追われています。

経営不安に陥ったクレディ・スイスの自己資本比率は健全とされる水準であったなど、問題点はまだまだ残ります。ただ、これまでのところ当局の柔軟かつ迅速な対応を市場はある程度評価しているようです。ただし目先の問題が解決したのか判断するのは時期尚早と思われれます。当面は目先の問題に対する対応を見守る展開が想定されます。しかし、たとえ目先の問題が収まったとしても、リーマンショック後の金融の枠組みに手直しが求められそうです。

## 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、投資者の皆様が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2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買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