

短期的な懸念は払しょくされるも新たな懸念が浮上

当レポートは、DWSグループが2023年3月20日に発行したCIO View “UBS to take over Credit Suisse”をドイチェ・アセット・マネジメント株式会社が翻訳したものです。原文（英語）は以下サイトをご参照下さい。

[CIO View : UBS to take over Credit Suisse](https://www.dws.com/en-jp/insights/cio-view/cio-flash/cwf-2023/ubs-to-take-over-credit-suisse/)

<https://www.dws.com/en-jp/insights/cio-view/cio-flash/cwf-2023/ubs-to-take-over-credit-suisse/>

<要旨>

- スイス当局の仲介により、クレディ・スイス・グループに関する懸念は一旦落ち着きを見せました。
- しかし、AT1債（その他ティア1債）の扱いについて債券投資家は苦慮しているようです。特に主要国の中央銀行が年内利下げに動くとは考えづらいため、当該セクターの資本コストは上昇すると予想しています。
- 長期的な観点では、今回のイベントにより短期的に市場の変動性が高まるものの、インフレがコントロール可能な状態になることにつながると見込んでいます。

当局の仲介によりUBSがクレディ・スイスを買収

2023年3月19日（現地時間）、UBSは、スイス国立銀行（中央銀行、以下「中銀」）及びスイス金融市場監査局（FINMA）による支援及び指導のもと、クレディ・スイス・グループ（以下「クレディ・スイス」）を買収すると発表しました。買収額は30億スイスフランで、一株当たりで0.76スイスフランに相当します（2023年3月17日のクレディ・スイスの終値は1.86スイスフラン）。スイス政府は買収に関連して今後発生しうる損失をカバーするため、90億スイスフランの政府保証を与える他、中銀は1,000億スイスフランの流動性支援枠を設定します。市場にとって最大のショックは160億スイスフラン相当のAT1債が無価値化されることです。なお、同日（3月19日）に米連邦準備制度理事会（以下「FRB」）は、世界的な米ドルの供給不安を和らげるため、米ドルスワップ協定を通じ、市場に米ドルを供給する公開市場操作の実施頻度をこれまでの週次から日次に増やすことを発表しました。

本格的な危機を想定したこの一連の動きは、1年後に振り返った際に健全なものであったと思える可能性は十分にあるでしょう。一部の脆弱なプレイヤーはビジネスから撤退し、インフレが高騰するリスクは鈍化、そしてインフレとの戦いによる経済へのダメージは抑えられたでしょう。そして、健全な新しい景気サイクルが始まるのです。しかし当面、市場は不安定な状態が続くと想定されます。

※ 上記見通しは当資料作成時点のものであり、今後変更となる場合があります。

<ご留意事項>

当資料は、情報提供を目的としたものであり、特定の投資商品の推奨や投資勧誘を目的としたものではありません。当資料は、信頼できる情報をもとにDWSグループが作成・発行したものをドイチェ・アセット・マネジメント株式会社が翻訳して提供しておりますが、正確性・完全性についてドイチェ・アセット・マネジメント株式会社が責任を負うものではありません。日本語訳とオリジナル英文資料の内容に相違がある場合には、英文資料の内容を優先します。当資料に記載の見解や見通し等は作成時点のものであり、将来の傾向、数値等を保証もしくは示唆するものではありません。当資料記載の情報は、作成時点のものであり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。

短期的な利益、長期的な痛み、そして市場の不安定さ

UBSによるクレディ・スイス買収発表を受け、週明けの市場の反応はまちまちでした。円高が進み、欧州株式市場は開始早々約2%下落、またドイツ2年国債利回りは20bp超低下しました。我々は、喫緊の課題への対応への市場の安堵感、AT1債の対応により影を潜めることになると見えています。株主への対価がある一方でAT1債が無価値化されることを受け、多くの銀行や投資家はこのアセットクラスを再評価することになると予想されます。しかし、この日のうちに、株式市場はプラスに転じ、ソブリン債の利回りも概ね低下前の水準に戻る等、市場は落ち着きを取り戻しました。一方で、欧州の社債のスプレッドはその日の午後になっても未だ拡大した状態です。さらに、コモディティ市場では、ブレント原油が1バレル当たり70米ドル近辺と2週間前のピークに比べ約17米ドル安、また安全資産と言われる金は一時1オンスあたり2,000米ドルを超える等、投資家が景気後退に対し、より神経質になっていることを表しているようです。

我々は2007年-2008年の時とは全く異なるとの考えを維持します。少なくとも現時点においては時価評価損に留まっていますが、2007年-2008年には原資産が深刻なダメージを受けました。現在の景気サイクルにおいては、インフレ率の高騰に対し、中央銀行が過去数十年にないスピードで利上げを行ったことで、債券投資は大幅なマイナスとなりました。ただし、2008年当時との最大の違いは、高格付の債券に投資している場合、満期時に償還金が100%返還される可能性が高いということです。満期まで保有することを前提に購入した投資家には何の問題もなく、「満期保有目的」で会計処理した場合の) 評価減も免れるはずで

す。しかしながら同時に2007年-2008年と似た点があることも事実で、特に大手金融機関の健全性に向けた市場の懸念に対する解決策が急務であるという点が挙げられます。我々はこれまでも述べてきた通り、2008年当時に比べ金融機関、金融当局共に根本的に変化していると考えます。欧州に比べると、米国の金融当局はキャッチアップが必要な部分もあるでしょう。ただし、欧州、米国共に、新たな問題が発生しないという保証はなく、当局や市場参加者が予想外の対応を強いられる可能性もあると考えています。

市場・政策への影響

現在進められている金融引き締め策により、景気回復を鈍化させ、インフレ率を妥当な水準にまで低下させるという、まさに中央銀行が目指してきたものとなっていますが、痛みは避けられません。我々は、UBSによるクレディ・スイス買収という日曜夜の発表は、世界の金融市場にプラスの効果をもたらす一方で、株主がAT1債の投資家よりも上位とされるという市場慣例に反した対応は、投資家に対し、長引く混乱をもたらすと考えます（欧州中央銀行（以下「ECB」）及びイングランド銀行（中央銀行、以下「BOE」）は、全ての債券は株式よりも上位に位置するとの声明を出しました）。そのため、欧州の金融システムが完全に回復したと市場が納得するまでにはしばらく時間がかかるかもしれません。世界各国の中央銀行が米ドルの流動性供給を拡充する協調行動をとると発表したことは、金融市場が著しく引き締まったことを意味し、また銀行以外の他のセクターへの波及を回避するための断固とした行動が必要であることを示しています。次に我々が注目する点は、“経済の酸素”である融資の状況です。現時点において、我々は経済成長率見通し（ユーロ圏：0.8%、米国：0.7%）を見直す必要はないと考えます。しかし、融資活動が予想以上に悪化した場合には、下方修正する可能性もあります。

各資産の見通し

<債券・通貨>

ECBが先週の会合でタカ派的な判断を行ったにも関わらず、ソブリン債の利回りは大幅に低下しました。現在、市場の注目はFRBの声明文に向けられています。我々は、FRBは25bpの利上げを行うと予想し、また、経済見通しの大幅な変更は行わない一方で、市場でストレスが生じた場合には、必要な策を講じる用意があることを強調するものと見ています。なお、米国国債及びドイツ国債の12カ月見通しを修正するにはまだまだ時期尚早です。これは、今後の金融引き締めスピードやその期間、そしてインフレや労働市場環境がどの程度緩和されるかに全てのことが左右されるためです。なお、我々は、クレディ・スイスの問題が解決されれば、この一週間でスプレッドが急拡大した欧州の投資適格債券について、より強気になれると見ています。

通貨については“リスク・オン/リスク・オフ”がメインドライバーになると見ています。米ドルは、利上げ観測の急激な修正により、安全資産としての需要からの利益を得ることができませんでした。一方で、日本円が米ドルに代わる安全資産としての役割を担っています。現在、為替市場のボラティリティは非常に低く、外国人投資家の米ドル資金調達コストが上昇するという証拠は見られていません。新たに発表された米ドルの供給拡充策は、不安の解消につながるでしょう。足元の金利差と米国の銀行セクターに対するストレスは、米ドル安を示唆しています。しかし、市場のリスクプレミアムを取り除き、金利差と通貨の価値を一致させるためには、リスクセンチメントの安定が必要です。スイスフランについては、市場が今回の対応をどのように考えるかによってストレスがかかることも想定されます。これまでのところ、スイスフランは対ユーロで1%の下落と比較的落ち着いています。なお、リスク回避姿勢が強いことから、市場は比較的落ち着いた状態となると見込んでいます。

<株式>

金融システムに対する信頼が完全に回復するまでは、変動性の高い展開が続くと見込まれます。当面の市場の混乱は、株式にも様々な影響を与えます。ネガティブな面として、銀行の資金調達コストが上昇し、それが顧客に転嫁される可能性が高いという点です。利益成長に対する市場の期待が低下していることは確かです。さらに、企業の自社株買いも影響すると見込まれます。低金利環境は株式に有益なのと同時に、ここ数日、ハイテク株が堅調であった理由にもなっています。

今後は定期的な借入れが必要なセクターに投資家の注目が集まると考えます。我々は今後もバランスシートが脆弱な企業への投資は回避する方針です。現在の環境においては、米国に比べ、欧州の金融セクターを強気に見ています。米国市場において、我々が喫緊の課題と考えている点は、①資産規模が2,500億米ドル以下の金融機関に対する規制が緩いこと、②インフレ見通しを受け、FRBが金融政策を緩める可能性は低く、資金調達と融資のマージンにミスマッチが生じていること、そして、③大手金融機関4社は大規模買収を禁じられており、また中小の金融機関ではM&A等が進んでいない、もしくは他の問題に対処しているため、市場での調整が進んでいない可能性があることです。なお、欧州と米国で金融株インデックスを比較すると、欧州は月次で20%近く下落した一方で、年初来で見ると1.6%の下落に留まっていますが、米国は月次で13%、そして年初来では15%の下落となっています。

ご留意事項

●投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とし投資元本が保証されていないため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により投資一単位当たりの価値が変動します。したがってお客様のご投資された金額を下回ることもあります。

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、ご購入に際しては、事前に最新の投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面の内容をご確認の上、ご自身で判断して下さい。

●投資信託に係る費用について

【お申込みいただくお客様には以下の費用をご負担いただきます。】

- 購入時に直接ご負担いただく費用・・・購入時手数料 上限3.85%（税抜3.50%）
- 換金時に直接ご負担いただく費用・・・信託財産留保額 上限0.5%
- 投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用・・・運用管理費用（信託報酬） 上限2.068%（税抜1.88%）
- その他費用・・・上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。
投資信託説明書（交付目論見書）、契約締結前交付書面等でご確認下さい。

«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、ドイチェ・アセット・マネジメント株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。投資信託の運用による損益は、すべて受益者に帰属します。投資信託は、金融機関の預貯金と異なり、元本及び利息の保証はありません。投資信託は、預金または保険契約ではないため、預金保険及び保険契約者保護機構の保護の対象にはなりません。登録金融機関を通じて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。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、ご購入に際しては、事前に最新の投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面の内容をご確認の上、ご自身で判断して下さい。

なお、当社では投資信託の直接の販売は行っておりませんので、実際のお申込みにあたっては、各投資信託取扱いの販売会社にお問合せ下さい。

ドイチェ・アセット・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第359号

加入協会：日本証券業協会、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、一般社団法人第二種金融商品取引業協会