

## シリコンバレー銀行の破綻は市場全体に波及するのか？

当レポートは、DWSグループが2023年3月13日に発行したCIO View “The (first?) prominent victim of the 2022 hiking cycle”をドイツ・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 : The (first?) prominent victim of the 2022 hiking cycle

<https://www.dws.com/en-jp/insights/cio-view/cio-flash/cwf-2023/the-first-prominent-victim-of-2022-hiking-cycle/>

#### <要旨>

- 中央銀行の急速な利上げによるインフレとの戦いにより、最初の破綻企業が生まれました。
- 米国当局の断固とした判断により、システミックリスクの発生を回避できたものと考えられます。
- しかし、市場は当面慎重な姿勢を継続すると見込まれます。

#### なぜシリコンバレー銀行は破綻したのか？

1週間前、市場では、米国の雇用統計や、米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長の議会証言が今週のトピックになると予想されていました。しかし、事態は思わぬ方向に進みました。米国のシリコンバレー銀行（SVB）が経営難に陥ったことをきっかけに“質への逃避”が進み、国債利回りが低下し、株式市場は下落しました。

最大の懸念は当然のことながら、このカリフォルニアの金融機関の問題がシステミックリスクが発生する兆候なのかということです。現状では、資金の調達・運用が機能せず、SVBは窮地に陥ったと考えられます。SVBのローン残高は、2017年から2021年の間に230億米ドルから660億米ドルまでの増加にとどまっています。その一方で、預金残高はこの期間に440億米ドルから1,890億米ドルへと約4倍となりました。その運用のため、顧客の預金が長期国債やモーゲージ証券（MBS）に振り分けられていましたが、この四半期に金利が急上昇したことで、その市場価値が失われたということです。カリフォルニアの新興企業等の顧客から預金の引き出しを求められ（必要であり？）、それに対応するため保有債券を売却したことで損失が生じました。なお、SVBの損失は18億米ドルにのぼり、同社はこの損失をカバーするため、株式で資金を調達しようとした。しかし、①株価が暴落したこと、②顧客から追加で420億米ドルの預金引き出しがあったこと等から、その試みは失敗しました。まさに昔でいうところのバンクラン（取り付け騒ぎ）が起きたのです。その中でも良いニュースは、損失がローン資産に起因するものではないということです。なお、2023年3月10日にはSVBは連邦預金保険公社（FDIC）の管理下に置かれたが、これは顧客の預金が1口座あたり25万米ドルまで保護されること、つまりは93%は保護の対象外となることを意味します。

#### 米国当局の介入

2023年3月12日に米国当局は、SVBに加え、保護対象外預金の割合が高く、暗号資産業者との積極的な取引で知られるシグネチャー・バンクの全ての預金者に対し、両行がFDICの管理下に置かれるとともに、3月13日より預金口座へのアクセスが可能となることを通知しました。

米国の金融システムを破綻の連鎖から守るため、3月12日にFRBは金融機関を対象とする緊急の融資枠“銀行タームファンディングプログラム（BTFFP）”を新設しました。BTFFPは、預金取扱機関に対し、米国債や政府機関債、MBS等の“質の高い”証券を担保に、最長1年の融資を行うものです。担保となる証券は額面で評価されるため、預金の引き出しに対応するために保有証券を時価で売却せざるを得ない（売却損が発生する）金融機関の救済につながります。

※ 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ツ・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ツ・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。

## 利上げがこれまで市場に与えてきた影響

FRBの利上げは、1987年のブラックマンデーから、メキシコ通貨危機（テキーラ危機）、カリフォルニア州オレンジ郡の破綻等、様々な犠牲を生みだしてきました。今回、市場が冷静でいることは、FRBが景気を減速させ、インフレをコントロール下に置くことをより困難にしています。“インフレを抑制し、最終的には市場が落ち着きを取り戻すためには、市場の動揺や金融引き締めが必要かもしれない”と同僚が社内メモで書いていました。どうやらその同僚の考えは実現したようです。SVBは恐らく2022年の利上げサイクル最初の犠牲者として名を刻むこととなりそうです。

SVBの破綻の影響は、銀行や関連するステークホルダーに限らず、次の4段階により、幅広いセクターや経済に波及すると考えられます。第1段階として、まさに今、SVBが破綻しFDICの管理下に置かれ、第2段階として米国の地方銀行を中心に、保護対象外の預金を保有する顧客への影響が懸念されます。なおアナリストはSVBのピアグループを中心に、どの銀行が同様のバランスシート構造を有するかを精査することになるでしょう。第3段階として、高利回りの企業や、スタートアップ企業、また暗号資産関連事業等のバランスシートの脆弱な企業への影響が懸念されます。そして第4段階目、つまり最後に、投資家が他の選択肢がなく、株式デリバティブで社債ポートフォリオをヘッジする必要がある場合等、市場で大量の売却が出て、結果的に影響が広範囲に広がることが予想されます。

シグネチャーバンクはSVBに次ぎ、2番目の犠牲者となりそうです。我々は、米国当局がここ数日でこの危機にどう対処していくかがもっとも重要な要素であると考えています。なお米国当局は日曜の発表で、信用の回復と預金の引き出しを回避するための第一ステップを踏み出しました。

いずれにせよ、現状を2008年の世界金融危機と比較するのは適切ではありません。2008年に金融セクターに巨額の損失をもたらした米国の住宅市場に比べれば、今回潜在的に影響を受ける可能性のある企業群はあまりにも小さく、また、銀行の資本は金融危機以前に比べ、はるかに強固なものとなっています。

## 各資産の見通し

米国当局の週末の決定を受け、市場は一旦落ち着きを取り戻すと見えています。しかし、アナリストやエコノミストが利上げが銀行や企業、そして経済全体に与える影響を評価中であることから、慎重な姿勢を取るべきであると考えています。

### <債券・通貨>

米国のストラクチャード・ファイナンスに対し、市場が当面神経質となり、リスク回避的な動きが強まると見て、見通しをニュートラルに引き下げました。SVB自身は民間（non-agency）ストラクチャード・ファイナンスの保有は多くないものの、CMBSやMBSを大量に保有しています。

米国及び欧州のハイ・イールド債券については、スプレッドが大幅に拡大したものの、ファンダメンタルズが良好で、デフォルト率が低いことからニュートラルを継続します。

国債市場においては、足元の状況を受け、FRBがギアをシフトダウンする、もしくは少なくとも利上げ幅を50bp以下とすることにつながるかがポイントと考えます。市場参加者及び多くのコメンテーターが、FRBに対し利上げの再加速を求めた後、FRBの政策金利のさらなる引き上げを予想する声は後退しました。2023年3月14日に米国CPI（2023年2月）が発表されるまで、FRBはより慎重なアプローチを取ると考えられます。なお、インフレリスクを考慮すると、FRBが政策を大幅に変更する可能性は低いと見えています。

欧州では欧州中央銀行（ECB）の理事会が2023年3月16日に予定されていますが、大幅な政策変更は予想していません。

通貨に関しては、FRBが予想よりもやや慎重な姿勢になると見込まれることから、ユーロに対し米ドル安となる可能性があります。大きな変動はないと考えています。

### <株式>

欧州の銀行セクターに対し、ポジティブな見通しを維持します。英国政府はSVBの破綻により影響を受けた英国のテクノロジー企業に対し救済措置を講じることを検討していますが、SVBの預金のうち米国以外の国の割合は8%程度に過ぎず、欧州の銀行への影響は限定的であると見えています。しかしながら、市場はこの数日のうちに当局の判断を試すことになると見込まれます。

米国については、3カ月～24カ月の年限の国債利回りが依然として高く、株式や預金の代替となっている状況です。一方で、銀行間での預金獲得競争が激化し、小規模の銀行ほど不利になると予想され、企業の財務担当者は預金の移管先を他に探すかもしれません。加えて、米国の小規模の銀行は総じて経済の中でも苦境にあるセクター、例として商業用不動産等との関連性が強く、また、地域ビジネスに特化しているゆえにオフィスセクターのエクスポージャーが相対的に高くなっています。

### <オルタナティブ>

不動産融資・開発において、小規模の銀行は重要な役割を担っています。今後、融資活動が縮小されることにより供給が抑制され、結果的に不動産価格の上昇につながることも考えられます。その一方で、スタートアップ企業が破綻した場合には、商業用不動産の供給量が増加すると予想されます。

また、銀行の融資活動の縮小により、プライベート・クレジットへの投資機会の増加も見込まれます。

## 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