

本資料は、スペクトラム・アセット・マネジメント（スペクトラム）が実施したウェビナー「UBS purchase of Credit Suisse - What you need to know」（2023年3月21日実施）を基に、プリンシパル・グローバル・インベスターズ株式会社が翻訳および要約したものです。

## UBSのクレディ・スイス買収

今回の買収について投資家が知っておくべきこと

2023年3月21日

### UBSのクレディ・スイス買収について。

- 市場がクレディ・スイスに対する信頼を失ったことで今回の事態が起きました。スペクトラム社では、同行を長らくアンダーウェイトしていたほか、買収交渉の結果がどうなるか当時はまだ明確ではなかったものの、3月19日（土）時点で全てのポジションを売却しました。
- こういった事態は市場で度々起こってきました。ただし、リーマン・ブラザーズの破綻時とは状況が異なり、銀行システム全体に信用仲介機能の阻害等が伝播するようなものでもないと考えています。

### クレディ・スイスの株主が30億スイスフラン相当のUBS株式を受け取るのに対し、なぜAT1債（CoCo債）は全額無価値化されてしまったのか？

- クレディ・スイスが発行していたAT1債には、スイス金融市場監督機構（FINMA）が実質的な破綻と認定すれば、その裁量によって減損を可能とするトリガー条項が含まれていました。
- スイス国立銀行（中央銀行）が流動性支援枠を設定したことや、スイス政府が買収に伴い今後発生しうる損失に関して政府保証を与えるなど多大な支援を実施したことが実質的な破綻処理であり、このトリガー条項に抵触したとみなされたため、AT1債が減損処理され、全額無価値化されるに至りました。
- また、スイス国内で今後雇用が減少することが想定されることや、スイス政府および中央銀行が多額の国の資金をリスクにさらしている中、政治的な観点で「損失を被る」投資家層が必要とされ、AT1債保有者がターゲットとなった格好です。
- さらに、AT1債が無価値化されることでクレディ・スイスの資本が増強されるため、UBSにとって買収の財務的なメリットを高めることが、スイス当局の明確な目標だったと想定されます。

### 他の国・地域で今回と同様に株式で損失を全て吸収する前にAT1債が減損されることはあり得るのか？

- 今回の手法はスイス特有のものであり、他の欧州の銀行に適用されるようなものではありません。一方、スイスは欧州連合（EU）の加盟国ではなく、EUとは異なるルールとすることが可能です。
- また、今回の事態を受けてEUの単一破綻処理委員会（Single Resolution Board）が声明を発表し、銀行が経営破綻した際の資本構造上の弁済順位は厳格に定められており、普通株式が最初に損失を吸収し、その後にAT1債が続くというのが原則的なルールである旨を改めて強調しました。加えて、イングランド銀行（英国の中央銀行）も同様の声明を発表しています。

### **CoCo債市場で過去にこれほどまでボラティリティが高まったことはあったか？**

- 欧州ソブリン危機や世界金融危機の時に同じようにボラティリティが高まったことはありましたが、当時と現在とでは、AT1債の性質や発行体の資本水準は同じではありません。現在のAT1市場の形になってからは、ここまでボラティリティが高まったのは初めてと言えます。
- 2017年にスペインのポプラーレ・エスパニョル銀行（Banco Popular Espanol）が発行したAT1債がバイルインによって減損となったことがありましたが、クレディ・スイスと比較するとかなり小規模な銀行であり、金融システムにおける重要性も低かったことから、当時の市場の反応は限定的でした。

### **今回の事態は世界金融危機、新型コロナウイルス、欧州ソブリン危機の時と同じレベルで劇的なものだったと言えるか？**

- 事態が悪化した速さや、それに対する当局の対応の迅速さ（バイルインに至るまでのプロセスの迅速さ）という観点では、かなり劇的だったと言えると思います。言い換えれば、価格が下落した早さや下落幅というネガティブな面で劇的だったと同時に、金融システム全体の健全性が迅速な対応によって保たれたというポジティブな面でも劇的でした。ただ、良い面が見過ごされ、悪い面にばかり焦点が当たるといった典型的な状況が発生し、特に今回の事態においては悪いニュースに過度な注目が集まったと考えています。
- クレディ・スイスのAT1債は、規制当局が意図した通りにバイルインが機能し、同行や金融システム全体が危機的状況に陥ることを回避するという本来の役割を果たしたと考えられます。

### **投資家は次に何をすべきか？**

- スプレッドが拡大したことや価格が下落したことは、こういった事態における典型的なものでしたが、拡大幅／下落幅が非常に大きく、かつ事態の展開が非常に早かったことは特筆すべき点であると考えています。ただし、今回の問題は広範な銀行セクターに及ぶものではなく、今回の問題はクレディ・スイス特有のものであり、一連の事態による実際の影響はクレディ・スイスとUBSの間で収まったと考えています。
- 上記の点や欧州ソブリン危機時のように利回り／スプレッドが大幅に上昇／拡大している点を踏まえると、CoCo債の投資妙味が高まっていると考えています。

### **クレディ・スイスのAT1債が足元で3月17日（金）と同じような水準で取引されている理由は？**

- ショートカバーによる取引が行われているものだと考えられます。

### **ドミノ効果によって欧州の銀行セクター全体に悪影響が波及する可能性はあるか？米国の銀行の破綻との関連性は？**

- クレディ・スイスが置かれていた状況は同行固有のものであり、金融システム全体の問題ではありません。加えて、他の欧州の銀行のファンダメンタルズ（資本水準、収益性、資産の質など）は概ね堅牢もしくは改善傾向にあります。
- また、米国の銀行が置かれていた状況もクレディ・スイスのものとは異なります。クレディ・スイスでは、内部管理や経営上の問題などを背景に収益が悪化していたことや、投資銀行部門の不振などが問題となっていました。一方、破綻した米国の銀行については、暗号資産（仮想通貨）関連企業、ベンチャーキャピタル、ハイテク企業など顧客タイプの極端な偏りが問題の原因の一つでした。

**スイス国内の規制は、資本水準や流動性に対して厳格な水準を設けることで監視体制を強化し、「大きすぎて潰せない」銀行の健全性を保つのに資するものだった。それにもかかわらず、今回の事態が起こってしまったのは何故か？何か見逃していたのか？**

- 今回の事態の根本的な原因は、端的にはクレディ・スイスが市場の信頼を失ったことであり、預金や資産の流出が続いたほか、取引においてカウンターパーティーを見つけることが困難な事態に陥っていました。そして、信頼が失われたことで事業の継続に支障をきたすと判断されたことから、スイスの当局および政府が介入して難局の收拾を図るという事態へと発展しました。

**UBSやジュリアス・ヘアといった他のスイスの銀行が発行しているAT1債についても、普通株式よりも先にAT1債の保有者が損失を受けることを可能にする条項が含まれているか。**

- はい、そういった条項が含まれています。そして、トリガー条項の発動の是非を決定するのも、国や金融システムの健全性を保つための規制や法律を決めるのも国と規制当局であり、条項に従って特別な措置を取ることが法的に可能です。また、仮にこの措置を不服として裁判を起こしたとしても、勝つことは難しいと考えられます。

**スイス金融市場監督機構（FINMA）による今回の決定が、UBSやジュリアス・ヘアといった他のスイスの銀行の資本コストに影響を及ぼすと予想されるか？**

- 足元ではシニア債、劣後債、AT1債のいずれについてもスプレッドが拡大しています。AT1債の条項として元から記載があったもののスイス特有のリスクに注目が集まり、債券価格に反映されたことなどを考慮すれば、金融市場のプロセスとしては自然な反応だと考えられます。
- ただし、他のスイスの銀行は資本水準、収益性、内部管理体制、流動性といった観点から健全で優れた銀行であると考えられること、さらに今後も投資家が主に着目するのはそういった部分であると考えられることから、他のスイスの銀行に対しては、クレディ・スイスとは異なる評価がされると予想しています。
- なお、年間の季節的な傾向としては、1月は市場が好調となりやすい一方で、2月から3月にかけては軟調となりやすく、その後は騰落を繰り返しながらも投資家の行動や姿勢に変化が生じ、6月ごろになると様々な金融機関が年末までの収益確保を意識し投資行動を積極化させ始め、その後は年末にかけて上昇が続くということが歴史的に多く見られます。3月の下落の後、今後例年の傾向のように上昇する可能性はあると見ています。そして、今年の市場も同じような軌道を辿る可能性があると考えています。

**ボラティリティが上昇していること以外のクレディ・スイスのシニア債への影響は？**

- シニア債への影響は特に見られません。UBSがクレディ・スイスを買収することでシニア債もUBSの負債へと移行することから、今後も滞りなく債務の支払いが実施されると予想しています。

**優先証券やAT1債などに対する資本コストが極端に上昇した場合、今後は銀行全般が主に株式を使って資金調達をするようになると思われるか？**

- 資金調達に際して各行の最高財務責任者（CFO）は、資本コストだけでなく各証券の発行条件や柔軟性などを総合的に勘案しています。そして、通常、可能な限り多くの資金調達先を確保できるよう、様々な国・地域や資本構造上の異なる資本・負債を通じて資金調達を行っています。そのことから、AT1債などの特定の負債を通じた資金調達についても、銀行は今後継続すると想定されます。また、規制の關係上、特定の負債を通じた資金調達が必要となるという点も重要です。

**一連の事態を受けて銀行を中心に金融システム全般への信用不安が広がる中で、スペクトラム社はどのように顧客資産を守るのか？**

- 世界金融危機後に制定されたドッド・フランク法やバーゼルⅢといった規制を背景に、銀行や保険会社といった金融機関のバランスシートが改善し、長期的に見ても例を見ないほど健全になっています。また、こういった事態を受けても、優先証券やAT1債のデフォルト率は相対的に低い水準で今後も推移すると予想しています。さらに、今後は欧米で景気が減速することが予想されますが、そういった中でも投資家がより高い利回りを求める動きは続くと考えられます。これらを考慮すると、市場には今後投資機会が訪れると予想しています。

**米国の店頭市場の動向は？ AT1債と同水準のボラティリティの高まりが見られるか？**

- ボラティリティは高まっていますが、AT1債ほどではありません。なお、ボラティリティが高まっている背景には、市場のセンチメントに変化が見られることに加え、米国の一部ファンドで債券価格の急落に伴いレバレッジ削減が必要となっており、ファンダメンタルズ要因ではなくテクニカル要因で保有銘柄を売らざるを得ない状況になっていることなどがあります。

**スペクトラム社の代表戦略における2023年残りのリターンの予想は？**

- 残り9ヶ月でのトータルリターンは、8～10%程度になると予想しています。

**AT1債のスプレッド拡大を投資機会と捉えて何らかのポジションを取ったか？**

- AT1債の価格は、3月20日（月）のアジア時間でおよそ10～15ポイント低下して始まり、一連の事態の震源地である欧州の早い時間では一部の銘柄がおよそ20～25ポイント低下していました。しかし、一部の投資家やヘッジファンドなどの買いに支えられて同日に戻し始め、最終的に低下幅をおよそ5～9ポイントにまで縮めました。
- スペクトラム社では、欧州の早い時間に買いを入れたことで、投資機会を捉えました。

**どうやって3月18日（土）にクレディ・スイスのAT1債を売却したのか？**

- 証券会社等のトレーダーに連絡を取って交渉し、時間外取引において、AT1債が無価値化される前にクレディ・スイスの全ポジションを売却することが出来ました。

**シリコンバレー銀行の破綻、ファースト・リパブリック銀行に対する懸念の高まり、UBSによるクレディ・スイス買収といった一連の事態を受けて、米連邦準備理事会（FRB）、欧州中央銀行（ECB）、イングランド銀行といった中央銀行が政策方針を変更すると考えられるか？**

- 政策方針を変更することはまず間違いないと考えています。中央銀行はインフレ抑制に向けて利上げなどを実施する中で、何らかの転換点が訪れるのを待っていたと考えられますが、望まない形ではあるものの今回の一連の事態を景気減速につながる転換点だと捉え、政策方針の変更に踏み切ると予想しています。
- なお、これは2018年の状況に類似していると考えています。当時はFRBは利上げを連続して行い、それでも中立金利から遠いという考えから利上げ継続の姿勢を示したことで景気後退懸念が強まり、株式市場が大幅に下落しました。これこそが当時のFRBが求めていた転換点であると考えられ、もう一回利上げを実施した後に政策方針を変更し、最終的には利下げに踏み切りました。ただし、当時と比べると、政策金利が非常に高い点やインフレの高止まりが問題となっている点は異なります。いずれにしろ、政策金利を5%まで引き上げた後は、利上げ停止を検討し始めると考えています。

- 加えて、金融システムの安定を図ることもFRBの使命の一つですが、利上げによる下押し圧力が商業銀行、家計、不動産市場、中小企業など幅広い分野に及んでいることからこの使命の重要性が足元で増しており、今後の金融政策にも影響すると考えています。

#### 最後にそれぞれ一言：

- John Kriz（銀行セクター担当アナリスト）：クレディ・スイスが直面している課題は、あくまで同行固有のものであると考えています。また、欧州の銀行システム全般を見ると、資本水準や流動性などは過去数年の間に増強されて益々健全となっており、AT1債の債務の支払いは今後も滞りなく実施されると予想しています。
- Phil Jacoby（最高投資責任者（CIO））：一連の事態はいずれも流動性の問題に端を発していますが、流動性をテストすることは実際には難しいのが現状です。そして、預金者やカウンターパーティーからの信頼を保つことが銀行の流動性の観点から非常に重要で、各行の流動性が金融システムに対する信頼の土台となります。加えて、銀行への信頼がその資本コストを左右することからも重要であると考えています。また、規制にかかわるプロセスにおいても信用は重要であり、中央銀行や当局は信用を保つ上での最後の裁定者となっています。今回の一連の事態は、まさにこの信用が揺るがされたことが原因であり、中央銀行や当局が救済に乗り出す格好となりました。
- Mark Lieb（創業者、最高経営責任者（CEO））：信用を保つことおよび堅牢なバランスシートが発行体にとって重要であることに変わりはありません。また過去の優先証券市場を見ても今回のような下落後に価格は戻っており、投資機会が存在すると考えています。加えて、中央銀行の政策転換が予想されることから、投資家がより高い利回りを求める動きが今年後半に加速すると予想しています。

当資料中の意見、予測および運用方針は作成時における判断であり、将来の市場環境の変動等により変更されることがあります。また将来起こりうる事実や見通しを保証するものではなく、実際の実績等はここに記述されるものと大きく異なる場合があります。

## ■ リスクおよび費用について

### 【リスク】

下記は投資一任契約に基づく有価証券等の運用に伴う一般的なリスクを記載したものであり、すべてのリスクを網羅するものではありません。また、これらリスクにより元本に欠損が生じる恐れがあります。

- 金利リスク：一般的に金利が上昇すれば値下がりし、金利が低下すれば値上がりするというように、金利変動の影響を受け価格が下落する可能性があります。
- 信用リスク：発行体の業績等の影響により、デフォルトもしくは利払いや償還金の支払が遅延し、これに伴い価格が下落する可能性があります。
- 流動性リスク：市場規模や取引量が少ない場合、組入銘柄を売買する際にファンダメンタルズから期待される価格で売買できない可能性があります。
- 期限前償還リスク：優先証券には繰上げ償還条項が設定されているものがあります。当初の期限前償還禁止期間を経過すると、金利情勢や発行体の財務状況等により、満期前であっても償還される可能性があります。金利低下局面で期限前償還された場合には、当該金利低下による優先証券の価格上昇を享受できないことがあります。また、組入銘柄が期限前償還された場合、償還された元本を再投資することになりますが、市場動向によっては再投資した利回りが償還まで持ち続けられた場合の利回りより低くなる場合があります。
- 為替変動リスク：外貨建資産については、外国為替相場が変動することにより損失が発生し、投資資産が下落することがあります。
- デリバティブリスク：金融商品取引契約に基づくデリバティブとよばれる金融派生商品を用いることがあり、その価値は基礎となる原資産 価値や指標などに依存して変動し、デリバティブの種類によっては、基礎となる原資産や指標の価値以上に変動する可能性があります。また、取引相手の倒産などにより、当初の契約通りの取引を実行できず損失を被る可能性、取引を決済する場合に反対売買が出来なくなる可能性、理論価格よりも大幅に不利な条件でしか反対売買ができなくなる可能性などがあります。
- カントリーリスク：組入資産の価格は、発行または取引する国の政策、税制、法制、事業規制、投資規制などの影響を受けて変動し、価格が低下する可能性があります。

### 優先証券固有の投資リスク

- 法律制度上のリスク：優先証券に関する法律及び税制、その他制度上の変更等により、優先証券市場や運用方針に影響を及ぼす可能性があります。
- 利息/配当支払遅延（停止）リスク：優先証券には利息/配当の支払繰延（停止）条項がついている場合があります。但し、実際に繰延（停止）されても発行体の倒産に直結するものではありません。
- 弁済順位リスク：優先証券の弁済順位は、一般的に発行体の株式に優先し、普通社債には劣後します。また、優先証券の中には、一定の条件を下回った場合に元本の一部または全部が償還されないまたは株式に転換されるリスクを持つものがあります。
- 偶発転換社債(CoCo 債)等に関わるリスク：偶発転換社債(CoCo 債)等には、監督当局が発行体を実質破たん状態にあると判断した場合や発行体の自己資本比率が一定水準を下回った場合等に一定の条件を満たした場合、CoCo 債の元本の一部またはすべてが削減される、または発行体の株式に転換されるリスク等があります。この場合、CoCo 債等の価格が大きく下落する場合があります。株式への転換条項が付された CoCo 債が一定の条件を満たし、株式への転換が行われることになった場合、CoCo 債の価格が大きく値下がりしたうえで、株価変動リスクを負うことになります。

本資料に記載の主なリスクは一般的な説明です。各投資対象や手法によっては固有のリスクがあり、元本に欠損が生じるおそれがありますので、特定投資家以外の投資家のお客様は契約締結前書面等の内容を必ずご覧下さい。

## 【費用について】

### 直投スキームを採用する場合

下記の料率表（年率、消費税10%を含む）は、当戦略の投資一任契約に係る標準的な運用報酬体系であり、資産残高に応じた逓減料率となります。運用報酬の他に売買手数料、証券保管費用等が発生しますが、運用対象、運用状況等によって変動するため、料率や上限額を事前に表示できません。なお、運用対象、運用方法、運用制限等により標準料率の範囲内で個別協議のうえ報酬額を取り決めることがあります。

資産残高（時価ベース）	最大運用報酬（年率・税込）
50億円までの部分	0.605%
50億円超250億円まで	0.550%
250億円超1,000億円まで	0.495%
1,000億円超	0.440%

### ファンド組入れスキームを採用する場合

当戦略は、投資一任契約資産からスペクトラム・アセット・マネジメントが運用する外国籍ファンド（アイルランド籍）に投資する方法でもご提供可能です。この場合の諸費用は以下のとおりとなります。

諸費用	標準料率
投資一任契約に係る運用報酬（消費税10%を含む）	年率最大0.11%または年間110万円のいずれか大きいほう
ファンド管理報酬	ファンド全体の純資産総額の年率0.40%
ファンド受託報酬	ファンド全体の純資産総額の年率最大0.022% ただし、年間最低受託報酬額は1万5千米ドルとします。

上記のほか、その他の費用（売買手数料、証券保管費用等）が発生しますが、運用対象、運用状況等によって変動するため、料率や上限等を事前に表示できません。また、その他の費用同様、それらを含む手数料の合計額、または上限額についても、事前に表示することができません。

また、買付あるいは解約申込時に、希薄化防止賦課金が適用される場合があります。本賦課金の額は市場環境等を考慮し計算され、有価証券の売買に伴う費用等に充当されます。

本資料に記載の運用報酬等の費用は一般的な説明です。弊社との投資一任契約の締結をご検討頂く際に、特定投資家以外の投資家のお客様は契約締結前書面等の内容を必ずご覧下さい。

## ■重要な情報

当資料は、投資一任契約に基づく記載戦略の情報提供を目的としたものであり、個別商品の勧誘を目的とするものではありません。

当資料に掲載の情報は、弊社及びプリンシパル・ファイナンシャル・グループの関連会社において信頼できると考える情報源に基づいて作成していますが、適用法令にて規定されるものを除き、情報・意見等の公正性、正確性、妥当性、完全性等を保証するものではありません。当資料中の分析、意見および予測等は作成時における判断であり、予告なく変更されることがあります。

当資料中の情報は、弊社の文書による事前の同意が無い限り、その全部又は一部をコピーすることや配布することは出来ません。

プリンシパル・グローバル・インベスターズ株式会社

東京都千代田区内幸町一丁目 1 番 1 号 帝国ホテルタワー

お問合せ先：営業部 03-3519-7880(代表) / [pgij.marketing@principal.com](mailto:pgij.marketing@principal.com)

ホームページ：<https://www.principalglobal.jp>

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 462 号

加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会

一般社団法人 投資信託協会

一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

広告資料：2822860  
EXP:2023/12/31