

SPECTRUM  
Asset Management

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「The collapse of Silicon Valley Bank: what you need to know」（米国時間の2023年3月14日に実施）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。

## シリコンバレー銀行の破綻

2023年3月14日

### シリコンバレー銀行（SVB）で一体何が起こったのか？

- SVBは、ベンチャーキャピタル（VC）やテクノロジー企業などを主な顧客とし、同行が掲げた「イノベーションによる経済成長」分野におけるリーダー的存在の銀行でした。また、業績は長らく堅調で収益性を維持しており、ローンの質も非常に高く、優れた資本基盤を有していました。さらに、ウェルス・マネジメントや投資銀行業務にも事業を展開するなど、事業の多様化も進めていました。
- しかし、米国時間の3月8日（水）に、同行は米国債と米政府機関債を中心とした売却可能な有価証券のポートフォリオ（available-for-sale、以下AFS）を流動化し、その際に発生した18億ドルの損失を計上したことを突然発表しました。さらに、損失をカバーするための22億5000万ドルの増資計画も発表しましたが、増資を行う前にすでに損失を計上していたこともあって市場の不安が増幅され、最終的に取り付け騒ぎに発展しました。なお、より規模の大きい満期保有を目的とした有価証券のポートフォリオ（held-to-maturity、以下HTM）においても、金利の急上昇を受けて多額の含み損を抱えており、これも信用不安に拍車をかけました。
- 米国時間の3月10日（金）にSVBは経営破綻し、米連邦預金保険公社（FDIC）の管理下に入りました。

### 他の健全とみられる地方銀行にも影響が波及しているが、今回の事態は地方銀行全般の問題なのか？

- 地方銀行全般の問題とは考えていません。さらに、SVB破綻直後の週末には、銀行全般の健全性および米国経済を下支えすると考えられる二つの重要な救済策を米当局が打ち出しています。詳細は以下の通りです：
  1. FDIC、米連邦準備理事会（FRB）、および米財務省は共同声明を発表し、今回の事態に対して「システミックリスク例外規定」（systemic risk exception）を発動しました。通常、FDICは銀行の破綻に際し、FDICや米政府にとって最小限の費用で事態を解消すること（「最小処理コスト原則」）が求められますが、今回の一連の事態の深刻さを考慮し、SVBの預金の全額が保護されることになりました（通常、預金保険で保護される預金額は25万ドルまで）。なお、同様に破綻したシグネチャー銀行の預金についてもこの例外規定が適用され、全額が保護されると発表されています。
  2. FRBは融資を通じた追加的な流動性を供給することを目的として、「銀行タームファンディングプログラム（BTFFP）」を新たに創設しました。このプログラムを利用することで、銀行は時価ではなく額面で評価された資産を担保にFRBから融資を受けることが可能です。時価評価されている有価証券を銀行が預金引き出しなどに対応するために売却した場合、含み損として既に計上していた損失は実現損となり、損失が確定しますが、既に損失を計上していたために急に大きな損失を計上する蓋然性は低いことが一般的です。一方、満期保有を目的としたHTMポートフォリオにおいて含み損を抱えていた場合では、会計ルール上時価評価する必要はなく、含み損を計上することはありません。ただし、その一部でも売却した場合、米国の会計ルールではポートフォリオ全体を時価評価しなければならず、多額の評価損が表面化する可能性が

ありました。BTFPの創設により、金利上昇の環境下において簿価評価しているポートフォリオが含み損を抱えていると思われる中、それらの含み損を計上する事態を回避できるようになったことは銀行全般にとって非常に有益であると考えています。

#### 欧州などの銀行に悪影響が及ぶ可能性はあるか？

- その可能性は少ないと考えています。例えば、有価証券投資にかかわる規制が欧州と米国と異なることを反映し、米国の銀行では平均残存期間が比較的長いファニーメイとフレディマックの住宅ローン担保証券（MBS）の保有が多い一方、欧州の銀行が保有する有価証券は平均残存期間が比較的短く相対的に金利変動の影響を受けにくくなっています。
- 加えて、欧州の銀行に適用される流動性にかかわる規制は米国の銀行のものとは比べ厳格となっているほか、その預金基盤は個人の預金がより大きな部分を占めています。

#### SVBの経営破綻に対する優先証券市場の反応は？

- SVB破綻直後の週末に米当局が打ち出した救済策は、非常に効果的なものであり、銀行の流動性にかかわる足元の問題を解決したといっても過言ではないと考えています。そして、十分な流動性が供給されていることから、取り付け騒ぎに発展するようなこともないと考えています。なお、仮にSVBがBTFPを利用してきていたなら、18億ドルの損失を計上する必要はなく、預金引き出しにも対応できていたと考えています。
- ただ、市場では、米当局が打ち出した救済策がもたらすプラス効果に対して当初の反応は限られました。優先証券のスプレッドは月初来で大幅に拡大し、昨年10～11月にスプレッドが拡大した際と同水準もしくはそれ以上の水準まで足元では拡大しています。さらに、過去の3つのクレジットサイクルの中で信用不安が高まった時期（2011年のギリシャ危機、2015～2016年の米国のシェールオイル開発ブームとそれに伴った原油価格の下落に端を発したハイイールド債市場の下落、2018～2019年のFRBによる連続した利上げとそれに続く利下げ）と比較しても、利回りとスプレッドは魅力的な水準まで上昇／拡大していると考えており、ボラティリティは高水準ながらも投資機会が存在し得ると考えています。
- なお、歴史的には3月は市場が軟調となりやすく、その後騰落を繰り返しながら、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、夏場に上昇局面が始まる傾向が見られます。そうした投資行動を背景に米国債市場が上昇し、スプレッドが縮小することでクレジット市場も上昇するという事例は多く見られます。特にFRBが追加の流動性を供給していることを加味すると、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。

#### 一連の事態を受け、FRBは今後どのような政策を実施すると考えられるか？

- FRBは、足元のインフレの問題よりも、金融システムの安定を優先すると予想しています。FRBの「二つの使命」である雇用の最大化と物価の安定の方が注目されがちですが、米国債市場や金融システムの安定を図ることもFRBの使命の一つです。それを踏まえると、FRBは当面25ベースの利上げ1回にとどめると予想しています。
- 米2年国債の利回り低下幅が1987年10月の世界同時株安「ブラックマンデー」以来の大きさとなるなど、米国債市場は急上昇しています。そして、米国の銀行がAFSポートフォリオで保有する有価証券の多くが米国債やMBSであり、すでに含み損を抱えていた中、利回りの低下によって含み損が縮小していることが市場不安を和らげることにつながっています。
- 足元の市場動向を鑑みると、現段階で利上げを停止することは、2019年に実施された3回の利下げと同等の効果があると思われます。なぜならば、数週間前までは、年内にさらに4回の利上げが実施されると予想されていたためです。加えて、流動性の問題が持ち上がったことや市場全般が調整したことを背景に、金融市場や貸

出市場が減速し、ひいては経済全体が減速することで、デスインフレ（インフレ率の低下）に向かうと予想されます。

- FRBが掲げている2%のインフレ目標は、あくまでデフレが問題となっていた時期に設定された水準であり、例えば新たなインフレ目標として3%でよいと再設定する可能性も考えられます。そして、仮にインフレ目標が引き上げられた場合、イールドカーブがスティープ化し、融資の利ざやによる利益が拡大することで、銀行の収益が改善することが考えられます。

#### **クレディ・スイスの問題がまたニュースで取り沙汰されている。それが新たな危機を引き起こす可能性はあるのか？ また、同行に対するスペクトラム社の全体的な見解は？**

- クレディ・スイスは複数の事業基盤を有していますが、その多くは安定性、収益性も悪くありません。問題となっているのは、同行の投資銀行部門の業績不振に加え、内部管理や経営上の様々な不手際が相次いだことであり、これらは大規模な損失を招いただけでなく、同行の評判にも悪影響を及ぼしています。また、直近では、米証券取引委員会（SEC）からの問い合わせを受けて2022年の年次報告書の公表が遅れるといった事態も起こりました。ただし、同行の問題はSVBのものとは性質が異なります。

#### **SVBの経営破綻による影響が、保険会社など他の米国の金融機関に伝播する可能性は？**

- その可能性は少ないと考えています。例えば、保険会社のポートフォリオはクレジットの質が非常に高く、評価方法も時価評価ではなく簿価評価であることが多く、さらに負債構造も安定的です。また、ポートフォリオは大規模かつ十分に分散されており、SVBの債券等を保有していた保険会社も複数あったものの、そのエクスポージャーは非常に限定的でした。

#### **ここ数日の市場や米当局などの動向は間接的な金融引き締めと捉えられるのか？また、米当局が打ち出した救済策がテールリスクを取り除いたのであれば、なぜ市場はFRBの今年後半の利下げを織り込んでいるのか？**

- BTFPは実質的に量的緩和（QE）であると考えています。なぜならば、FRBがバランスシートを用いて銀行に融資を実施しているためです。また、市場がタカ派予想からハト派予想に転じた背景には、FRBが現時点では長期的なインフレの問題よりも足元の金融システムの安定をより重視していると考えられることがあります。ただし、市場では今後の利上げを予想する声もあれば、その一方で利下げを予想する声もあり、流動的な状態にあると言えます。
- 少なくとも、一連の事態に対処した救済策によって、金利上昇の影響を受けやすいセクターが態勢を整えるための時間稼ぎができたと思われます。そして、態勢が整うまで、利上げを一時停止する時期が来ていると考えています。

#### **一連の事態を受けて、今後米国で金融規制が強化されると考えているか？また、規制が強化されれば、銀行の収益性は低下するのか？**

- 今後規制が強化されると予想していますが、銀行自体のクレジットの質には恐らく影響はないと考えています。主に懸念されているのは有価証券ポートフォリオの流動性および金利リスクであることから、今後は流動性や金利リスクに対する脆弱性に焦点を当てた規制強化が行われると思われるからです。
- この規制強化が実際に行われた場合、銀行がポートフォリオ全体で取れる金利リスクが減少することで、ベータの低下や安定性の強化につながり、ひいては金利の変動による損失が発生する可能性が少なくなると考えられます。これは、優先証券の観点からはポジティブです。

### まだ顕在化していない問題や今後考えられる問題には何があるか？

- 一連の事態を受け、景気後退に陥る可能性が高まっていると考えています。そして、景気感応度が高く、景気悪化による影響が大きいセクターが、今後は軟調となることが予想されます。代表的な例は不動産であり、一戸建て住宅に加え、特に商業用不動産には注意を払う必要があると考えられます。また、商業用不動産で銀行に損失が発生する傾向があることや、1980年代や世界金融危機時に見られたように、不動産が銀行破綻の原因になった事例もあることから注視が必要です。
- 加えて、コロナ化で在宅勤務が増えたことや買い物の仕方が変わったことで、オフィスなどの特性の不動産セクターの脆弱性が高まっている点にも留意が必要だと考えています。

### この一週間で大手および地方銀行の優先証券のスプレッドはどの程度拡大したか？また、米当局の救済策の発表を受け、スプレッドの動向にポジティブな動きはあるか？

- 米国の銀行の店頭市場のスプレッドは1.75標準偏差まで拡大し、CoCo債のスプレッドは1.33標準偏差まで拡大しました。また、典型的な「質への逃避」が起こっており、米国債が買われてベース金利が低下している一方、リスク性資産が売られてスプレッドが拡大したという状況です。

### SVBの経営破綻は、銀行によるサポートを必要とするスタートアップ企業やベンチャーキャピタルにとって問題となると考えられるか？

- SVB破綻以前も、テクノロジー企業では長らく軟調な状況が続いており、大手テクノロジー企業でも人員削減の動きが広がっていました。また、ベンチャーキャピタルについても、同様に軟調な状況が続いていました。それらの主要銀行であるSVBが破綻したことで、さらなる減速が見込まれます。そして、それが米景気に対してさらなる下押し圧力となることで、景気後退の可能性や景気後退に陥った場合の深刻さが増したと考えています。

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)等に関するリスク：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をしたうえで、株価変動リスクを負うこととなります。

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%<br>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、料率や上限額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。

## 【インデックスについて】

ICE BofAはICE BofA指数を現状有姿の状態でライセンス供与しており、同インデックスに関し保証したり、同インデックスおよびそこに反映され、関連している、あるいはそこから派生しているいかなるデータに関して、その適切性、品質、正確性、適時性、完全性を保証するものではありません。また ICE BofAは、それらの利用に際し責任を負うものではなく、弊社商品やサービスにつき、スポンサー提供、支持、もしくは推奨するものではありません。

## ■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