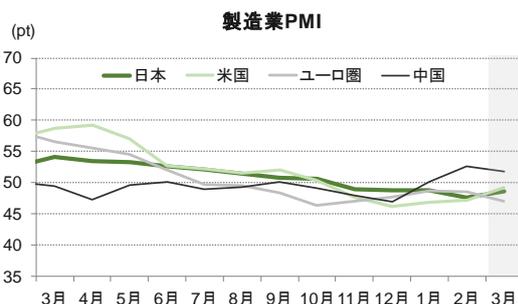




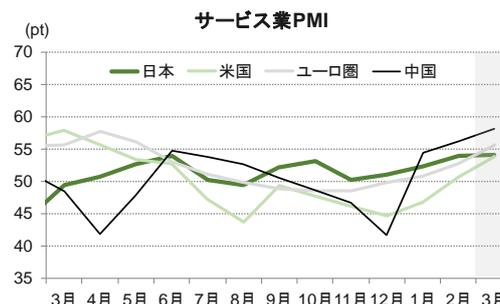
- **マクロ経済展望・主要資産市場動向:** グローバル・マクロ経済は、引き続き緩やかな回復基調にある。ただし、在庫調整が長期化している製造業の回復は鈍い反面、サービス業は力強く回復しており、業種間の格差もみられる。また、3月は米欧金融不安が台頭し、金利低下、株価下落、社債のクレジット・スプレッドのワイド化、そして米ドル安となった。金融市場では米欧金融不安により、今後銀行が与信基準を引き締め、信用収縮が生じるのではないかとの見方がある。既に政府・中銀が監視の目を強めるなか、米国では中堅行の破たん処理が生じたり、G-SIBsの経営不安が市場の材料になる可能性は大幅に低下している。ただし、預金量の推移や短期金融市場を注視しつつ、当面の間は米欧金融不安の趨勢を確認する必要がある。
- **注目材料:** 3月は米国および欧州で突如発生した金融不安が世界の金融市場の注目材料となった。米国では預金取り付けによる流動性不足を主因に中堅2行が破たん処理されたほか、スイスの大手金融機関(G-SIBs)であるクレディ・スイス・グループ(CS)の経営不安問題が台頭し、スイス政府が仲介する形でUBSグループがCSを買収することになった。健全行を襲った突然の破たん処理やペイルインが市場心理に与えた影響は大きい。一方、政府・中銀は既に監視の目を強めており、必要であれば預金保護や緊急流動性供給などを使うだろう。リーマンショック時と異なり市場が金融機関を攻撃し続ける材料に乏しいこともあり、金融不安は今後緩やかに解消するとみている。ただし、銀行預金からの流出が続けば、信用収縮を通じてマクロ経済に負の影響を与える可能性に留意を要する。当面は、銀行預金残高の増減に加え、短期金融市場の継続的な確認が重要になるだろう。

1. マクロ経済展望 ~ 緩やかな回復基調も持続性には疑問も

グローバル・マクロ経済は、緩やかながら底打ち感がみられつつある。インフレおよび金融引き締めの長期化による累積的な悪影響が懸念されるものの、昨年後半にみられたマクロ経済への過度な悲観論から一旦後退している印象である。ただし、製造業PMIは中国を除き50を割っている反面、サービス業PMIは各地域ともに50を大幅に上回っており、製造業とサービス業で景況感に差がある。



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

製造業の回復が鈍いのは、インフレと無縁ではない。高水準のインフレにより消費者の実質購買力が低下しているほか、サプライチェーン回復を背景にした在庫調整が長期化していることも影響している。サービス業は世界的に雇用逼迫と賃金上昇が続いているほか、コロナ禍からのリ・オープンによる需要回復が各地域で見られている。

中国は、ゼロコロナ政策からリ・オープンに180度方針転換し注目されてきたが、3月の全人代で実質成長率目標が概ね+5%程度とされ緩やかな景気回復が選好されることになった。実際、中国国内の製造業景況感は2月から3月にかけて若干弱くなっている。中国発のコンテナ船市況も低迷しており、在庫調整が長期化しているとみられる。

また、3月は米国でシリコン・バレー・バンク（SVB）を含む中堅銀行2行が破たん処理されたほか、スイスの大手金融機関であるクレディ・スイス・グループ（CS）の経営不安が台頭した。CSについては、スイス政府が仲介する形でUBSグループがCSを買収することになり、大手金融機関（G-SIBs）の破たん処理は回避された。ただし、この過程でCSが発行するAT1債の価値がゼロになることも発表されたため、銀行社債のクレジット・スプレッドは急速に拡大した。

当該金融不安は金融市場に一定の影響を与えたものの、リーマンショックの教訓もあり政府・中銀の対応は迅速で、既に必要であれば預金保護や銀行への緊急流動性供給が視野に入っている。このため、当該金融不安がリーマンショックのような金融システム危機に発展する可能性は低いとみている。一方、CET1比率が10%を大幅に超える「健全行」が突如破たん処理された（米銀2行）ことや、ステークホルダーの一部が損失負担（バイルイン）することになった（CS）ことで、今後銀行経営に与える影響には留意すべきであろう。既に金融市場は、銀行が流動性確保を優先することで、十分な資金が融資に回されなくなる（信用収縮）可能性を意識しており、銀行融資への依存度が高い商業用不動産関連商品の価格下落も確認されている。仮に、銀行預金の流出が続く場合、信用収縮によりマクロ経済環境は急速に悪化することも想起される。3月中旬以降の債券市場は、このルートで景気が悪化することを織り込みつつある。逆に、銀行預金の流出が限定的な場合、信用収縮懸念は杞憂となり、金利上昇が予想されるほか、市場の注目材料は再び「しぶといインフレ」にシフトするだろう。今般の米欧金融不安がマクロ経済に与える影響を含め、今後の注目材料は後段で詳述する。

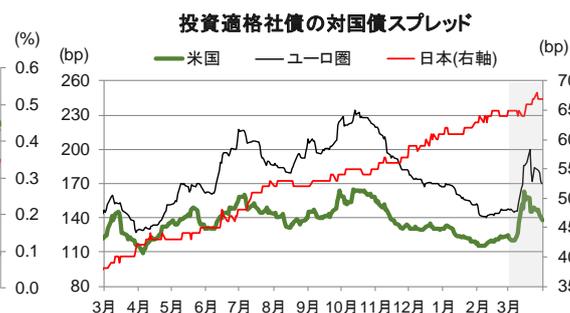
2. 主要資産市場動向

① 債券市場 ～ 景気悪化を色濃く反映

3月の債券市場は、世界的に金利低下となった。2月の米雇用統計やCPIは概ね市場想定範囲内だったが、依然としてマクロ経済やインフレの底堅さが確認された。一方、3月10日以降の米中堅2行の破たん処理に加え、欧州ではCSの経営不安が市場の注目材料となるなか、世界的に長期金利が急低下した。社債のクレジット・スプレッド（対国債利回り格差）も急上昇した。



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

金利低下は、米欧金融不安が今後マクロ経済に負の影響を与えるとの市場の予想に因る。とりわけ、健全行が突如破たん処理されたほか、銀行社債の一部が損失負担（バイルイン）させられることになったことは、市場参加者のリスクセンチメントを低下させるだけでなく、世界の銀行経営者の心理に相応の影響を与えるだろう。

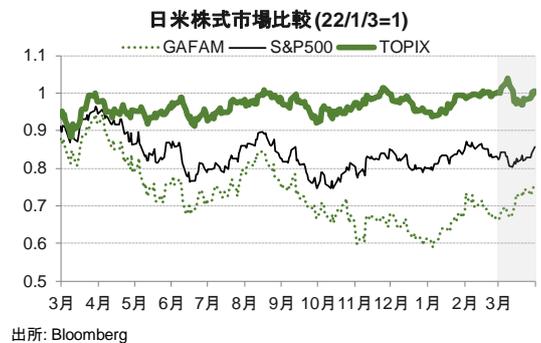
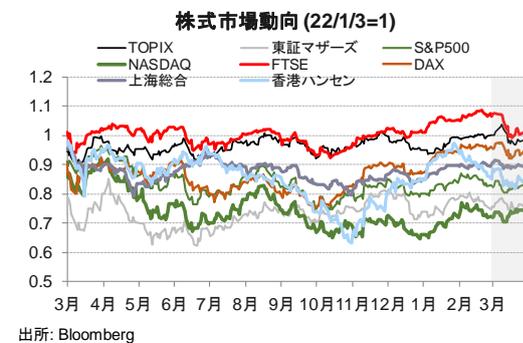
特に債券市場が注目しているのは、銀行の与信基準がタイトになり意図せぬ信用収縮が生じるのではないかと懸念である。このため、市場参加者はFRBが週次で公表する米銀の預金量の変化に注目している。3月31日時点では3月22日までの預金増減が確認できるが、総資産上位25行を除く中堅・中小行の総預金量は3月中旬に大幅に減少したが、その後流出はほぼゼロに近い水準まで回復している。このため、一旦大幅下落となった世界の債

券利回りは、月末に向けて緩やかな回復基調となった。

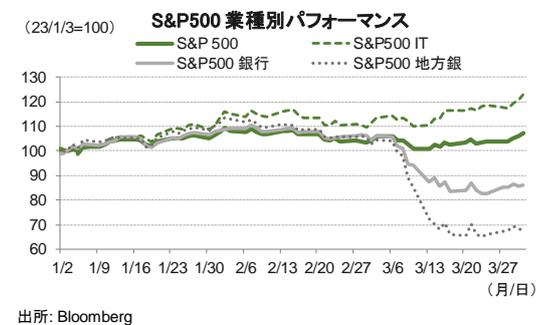
日本でも長期金利が低下した。月初までは長期金利が長短金利操作（イールドカーブ・コントロール。以下 YCC）の上限である+0.5%前後で推移したが、米欧金融不安とともに急低下し、一時 0.2%を割る水準に至った。その後は米欧金融不安の落ち着きが見られつつあるなか、長期金利は上下動を繰り返しつつ緩やかに回復し、月末は 0.35%付近となった。市場では、YCC の上限である 0.5%を大幅に下回る長期金利となったことは YCC 撤廃の好機との意見もみられたが、日銀の立場からみれば、米欧金融不安は信用収縮を経由してマクロ経済を過度に冷やす可能性のある「デフレ」要因にほかならず、YCC 撤廃とは全く逆の「追加緩和」の可能性すらある状況である。円金利も、引き続き米欧金融不安と相関する形で推移するとみている。

② 株式市場 ～ 債券市場よりも楽観的？

3月の株式市場は、まちまちの展開となった。米欧金融不安の台頭により、一時世界的に株価は下落したが、その後は地域・市場によってまちまちの展開となった。



米国は、中堅 2 行の破たん処理をきっかけに、銀行株（特に地方銀行株）を中心に下落した。一方、S&P500 指数の下落は限定的だった。背景にあるのが、金利低下に伴い上昇した IT 関連株（GAFAM を含む）である。IT 関連株は FRB による利上げの影響で 22 年は下落基調となったが、23 年以降は金利低下に敏感に反応し、良好なパフォーマンスを維持してきた。また、仮に信用収縮が生じるとしても、比較的現預金水準が厚く、レバレッジに依存しない会社の多い IT セクターへの影響は軽微との見方もある。このように、債券市場との比較で、今後の米欧金融不安に対して楽観的と捉えられがちな株式市場は、相応の合理性をもって動いていると考えられよう。



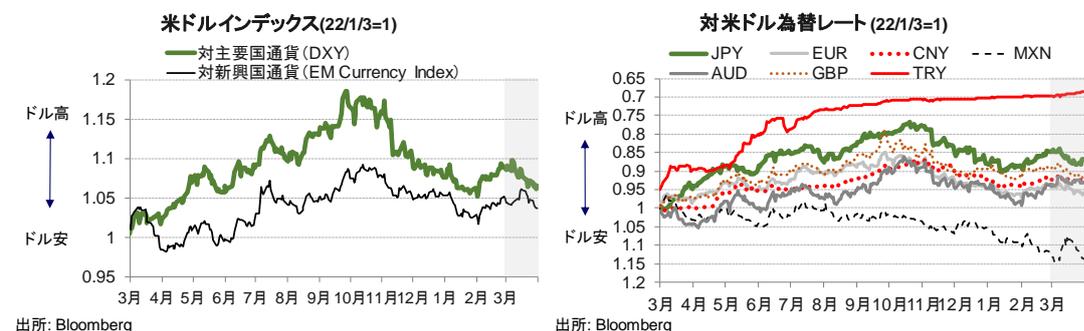
むしろ、米国の短期金利低下は、預金からの大量資金流入に見舞われた MMF の運用難（例えば 3 か月 TB は過去 1 か月間残高が増えていない）による「一時的な需要超過」の可能性もあり、金融市場は必ずしも米欧金融不安を悲観視していない可能性もある。

株式市場も、当面は米欧金融不安とそれに伴うマクロ経済への影響に左右される展開になろう。留意を要するのは、3月に急落した銀行株が回復するか、そして仮に米欧金融不安の影響が大きくないならば金利上昇に伴う IT 関連銘柄の下落が生じるかである。過度な信用収縮が生じなくても銀行融資が抑制的になる可能性があるほか、預金流出抑制のために預金金利が引き上げられる可能性があり、いずれも銀行の収益に悪影響を及ぼす。銀行株の回復が鈍い場合、株式指数の上値も重くなる展開も予想されよう。

③ 為替市場 ～ 米欧金融不安がリスクオフ材料に

3月の為替市場は、ドル安基調となった。債券・株式市場と同様に、為替市場でも注目を集めたのが米欧金融不安であり、基本的には米金利低下による米ドル安基調となった。新興国通貨は米欧金融不安に対し当初は新興国通貨安（米ドル高）で反応した（単純なリスクオフとみてよい）が、3月後半は対米ドルで上昇に転じた（米欧金融不安沈静化期待の高まりによる米金利上昇とリスクオン）。一方、主要国通貨はユーロや英ポンドがCSの信用不安やその後のクレジット市場の混乱をうけ、金利低下やマクロ経済への負の影響が強く意識されたこともあり、対米ドルで上昇した。

日本円（対米ドル）は、米欧金融不安のなかで急速に円高にシフトしたが、3月下旬に向け米欧金融不安沈静化期待の高まりを背景に、若干円安にシフトし、3月末は132円台後半で引けた。



為替市場も、他の資産市場と同様に、米欧金融不安と今後のマクロ経済への影響を注視した動きに終始しよう。3月末時点では、米欧金融不安は早期に沈静化するとの見方が根強いものの、市場には根強い「金融不安長期化」懸念も残っている。後述する通り、既に政府・中銀が監視の目を強めるなか、米国で中堅行の破たん処理やG-SIBsの経営不安が市場の材料になる可能性は大幅に低下している。預金量の推移や短期金融市場を注視しつつ、当面は米欧金融不安の趨勢を確認する必要があるだろう。

3. 注目材料: 米欧金融不安と今後の展望

3月は米国および欧州で突如発生した金融不安が世界の金融市場の注目材料となった。

3月10日、主にスタートアップ企業向け融資を行う米カリフォルニア州のシリコン・バレー・バンク(SVB)に対し、カリフォルニア州当局が銀行業務停止を命令し、連邦預金保険公社(FDIC)はSVBの主要資産および預金を管理下に置くと発表した。また12日には暗号資産(仮想通貨)取引で知られるニューヨーク州のシグネチャー・バンク(SBNY)も同様の破たん処理プロセスに入った。SVBは総預金量約1,754億米ドル(全米16位)、SBNYは同約890億米ドル(同29位)の中堅行で、SVBの破たんは銀行破たんとしては08年のワシントン・ミュージアル以来の規模である。

いずれも破たんに至った背景は、①預金の予期せぬ規模での大量流出に対し、②連邦住宅貸付銀行(FHLB)やFRBの窓口割引貸出制度(ディスカウント・ウィンドウ)などのいわゆる「最後の貸し手」機能が間に合わなかったことにより、③事実上預金払い出しが困難になると共に、④銀行経営を継続するに十分な信用を維持することが難しくなったがとみられる。資産側に大量の有価証券(米国債やモーゲージ債)を満期保有証券(HTM)として保有していたため、流動性確保(換金)が間に合わなかったとの見方もある。特定業界への高い依存度、ALM体制の不備(大口預金(非付保預金)比率の高さやHTMでの長期有価証券投資)など個別性の強い事例であるのは言うまでもないが、いずれも自己資本比率(CET1比率)が高い「健全行」とみなされていたため、健全行の突然の破たんは金融市場の注目材料となり、市場心理を急速に冷やすこととなった。

米国における中堅 2 行の破たん処理が生じた翌週、今度は欧州で大規模銀行（G-SIBs）の一角を占めるクレディ・スイス・グループ（CS）の経営不安が市場の注目を集めた。CSは過去数年にわたり経営不振に見舞われてきた。アルケゴス・キャピタル・マネジメント関連取引での巨額損失に加え、プライベート・バンク事業からの顧客流出、投資銀行事業の不振など枚挙に暇がない。これに対し増資やリストラ策を実施してきた。市場の注目を集めたのは、CSが3月14日に発表した22年の年次報告書において財務報告に関する内部統制に「重大な弱点」があるとし顧客流出を食い止めるに至っていないと表明したほか、監査法人プライス・ウォーター・ハウス・クーパーズが同報告に関する内部統制の有効性について「不適正」とする監査意見を表明したことにある。市場は大きく動揺し、3月15日～16日にかけてCSの株価は急落しCDSプレミアムは急上昇した。これをうけ、中央銀行であるスイス・ナショナル・バンク（SNB）はCSに対し最大で500億スイスフラン（約7兆円）の流動性供給を表明したが、筆頭株主であるサウジ・ナショナル・バンクが追加増資には応じないと表明するなど、市場の不安を完全に払しょくするには至らず、17日には主要取引先（フランス大手銀行など）がCSとの新規取引を停止するとのヘッドラインもあり、市場の不安心理はピークに達した。

スイス金融市場監督機構（FINMA）は19日、CSをUBSグループ（UBS）が買収するスキームを発表した。UBSおよびCSもこれに合意した。買収は30億スイスフラン（約4300億円）規模の株式交換（CSのピーク時株価に対し99%のディスカウント）になり、合意には広範囲な政府保証と流動性供給が含まれる。また、SNBはUBSに1,000億スイスフランの流動性支援を提供するほか、スイス政府はUBSが買収する資産から生じ得る損失に対し90億スイスフランの保証を与える。加えて、FINMAはCSが発行するAT1債約160億スイスフラン相当が無価値になり、民間投資家がコストの一部を負担すると説明した。

無論、当該事例はCS固有のものである。また、CSは破たん処理されたわけではなく、市場が懸念していたG-SIBsの破たん処理は回避された。米欧とも金融当局の対応は迅速で、市場が急速に金融システム懸念を織り込むなか、金融危機を「未然」に防ぐとの並々ならぬ意欲を感じさせる対応だった。一方、CSのAT1債が無価値になる（バイルイン）ことになり、銀行社債市場に動揺が走っている。

このように、2週間という極めて短い期間に生じた米国および欧州における金融不安は、健全行が破たん処理やバイルインされうるという現実を市場関係者に認識させたといえよう。

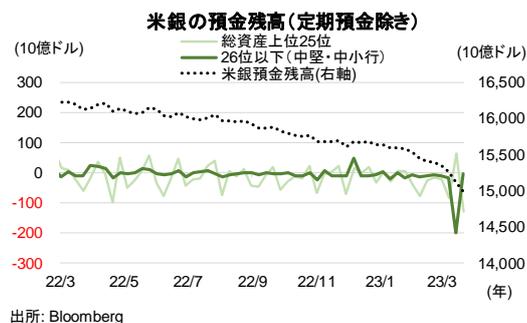
当該金融不安が今後マクロ経済や金融市場に与える影響は、金融不安が金融システム危機に深化するかわいなか、および、仮に金融システム危機に至らないとしてもマクロ経済に負の影響を与えないか、の2つに整理することが出来る。

前者は、結論から言えば、金融システム危機に深化する可能性は低いとみている。既に3月末に向けて世界の金融市場は金融不安の緩和を織り込みつつあることに対し、リーマンショック前の金融市場を事例に説明されているようである。リーマンショックに至るまでのプロセスで、例えば08年3月に米証券5位のベア・スターンズがJPモルガンに統合されたことで、一旦市場が落ち着いた局面があったが、その後同4位のリーマン・ブラザーズが市場から攻撃されたことで、08年9月にリーマン・ブラザーズ社の経営破たんとその後の大規模なリセッションが生じたことは記憶に新しい。これに準じれば、市場が一時的に楽観に傾いても、予断を持たない方が良いことになる。一方、現在を鳥瞰した場合、CS以外の世界のG-SIBsが必ずしもCSと同様の問題を抱えているわけではなく、またCET1比率も所要水準を十分に上回る水準を維持しており「健全」である。既に米欧金融当局は、今般の金融不安に至ったプロセス（預金流出、個別行の経営問題）に監視の目を入れており、必要であれば預金全額保護や中銀による大規模な流動性供給の用意がある。リーマンショックに至るプロセスは、資産価格暴落と当該資産をバランスシートに大量保有していた金融機関のソルベンシー問題がドミノ倒しのように顕在化したことにより金融システム不安が長期化し、最終的に大規模金融機関の経営破たんに至ったが、今次局面は市場が「売り」から

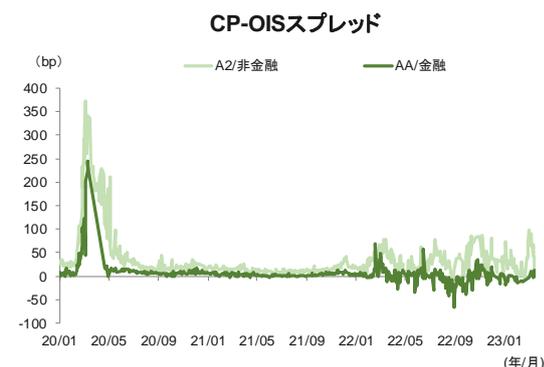
攻撃し続ける材料に乏しい。市場に残る根強い懸念や不安は、金融機関の経営破たんや経営不安の事例が続かないことにより、徐々に解消されることをメインシナリオと考えている。

一方、後者には留意を要する。金融市場では、既に当該金融不安が今後マクロ経済や金融政策に与える影響に注目が集まっている。具体的には、銀行からの預金流出を含む金融不安が続けば、銀行が与信基準を引き締めることを通じて信用収縮が生じ、マクロ経済への負の影響が生じる可能性である。仮にマクロ経済に強い負の圧力になる場合、米欧中銀の金融引き締め策にも影響するとの見方も根強い。

銀行からの預金流出は、主に米国の中堅・中小行（総資産上位 26 位以下）で生じた。3 月 8 日～15 日の 1 週間で約 200 億米ドルの預金が流出した。一方、3 月 15 日～22 日の 1 週間では約 2 億米ドルの流出にとどまった。大手行（総資産上位 25 位）は、3 月 8 日～15 日は約 66 億米ドルの流入となったものの、15 日～22 日は約 130 億米ドルの流出となった。この結果、この結果、米銀からの預金流出は続けている。今後については予断を許さない状況であるものの、預金流出が続けば、銀行による貸出プログラムの利用残高が減ることもなく、結果、与信態度硬化につながる可能性もある。



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg



また、銀行の資金繰りを観察するために、短期金融市場を常時確認することも有効である。3 月は CPI-OIS スプレッドを含む主要短期金融市場でファンディング・コストが上昇する場面があったが、3 月末に向けてコストは下落基調にある。

3 月末時点で、米国の債券市場は 23 年後半に 50bp 程度の FRB による利下げを織り込んでいる。3 月末に向けて金融不安は緩和期待が優勢になりつつあるが、銀行預金の流出は続いており、信用収縮が顕在化するならば債券市場の織り込みが正当化されるだろう。一方、銀行の預金流出が沈静化し信用収縮も限定的ならば、市場の関心は再び「根強いインフレ」にシフトするだろう。この場合、23 年中の利下げ織り込みが剥落するまで金利は上昇し、株式市場にはネガティブに作用するだろう。

また最後に、CS の AT1 債に関する市場の注目材料に言及したい。すなわち、普通株式が全損とならなかつた反面、AT1 が全損となることへの疑問であり不満である。一般的な金融の常識に鑑みると違和感のある普通株式と AT1 の損失順位の逆転は、実はバーゼル 3 が構築されるなかで予めから指摘されてきたものであり、バーゼル 3 実務に詳しい界限では違和感はない。AT1 は、破たん処理前に損失負担しうる資本ということで「ゴーイング・コンサーン・キャピタル」と称され、一般的には普通株等 Tier1 比率 (CET1 比率) が 5.125% (スイスは独自に 7% に設定) を下回ると AT1 のベイルイン (株式転換もしくは元本削減)

が始まる。CET1 比率が 5.125%というのは、銀行規制上債務超過ではなく、銀行業務を継続することが可能と推察されるため、当該時点では普通株式が全損になっているわけではない（一方、AT1 は普通株式よりも先に「ペイルイン」が始まる）。一方、現実的には、CET1 比率が 5.125%に至る「前」に、既に金融市場は金融システム不安を抱いており、該当金融機関は取引先からの取引停止や流動性逼迫に直面している可能性がある。CET1 比率が比較的高くても流動性逼迫等が生じていれば、金融当局が破たん処理要件（Point Of Non-Viability）を満たしていると判断する可能性もある。AT1 債を含む銀行社債市場では、このような期待のなかで、事実上 AT1 と普通株式の損失負担順位の逆転は「起こりにくい」と考えていた可能性がある。

スイスの金融機関が発行する AT1 債は、①2 つのトリガー（CET1 トリガー（CET1 が 7% 以下。事実上のゴー・コンサーン・トリガー）、および Non-Viability Event トリガー（甚大な政府支援等を含む。事実上のゴーイング・コンサーン・トリガー）を持ち、②トリガーに抵触した場合 AT1 は全損となる（部分元本削減、株式転換、元本回復条項等が無い）、という点で、世界の多くの AT1 契約とは異なる特徴的な構造を持っている。AT1 を多用している欧州 G-SIBs の AT1 契約の主流（すべてではない）は、株式転換条項付きであるため、今般のような普通株式と AT1 の立場の逆転が生じる可能性は高くない。

ただし、「健全行」が突然公的支援を得なければならなくなる状況は今後も発生する可能性がある。EU 圏では、16 年に銀行破たん処理制度（Bank Recovery and Resolution Directive: BRRD）を制定したが、Article32 には例外措置として金融システム保護のために（厳しい条件付きではあるが）公的支援を認めている（16 年にイタリア大手行に対して予防的公的資金注入が実施された実績あり）。ただし、当該公的支援を得た場合、国家救済規則（State Aid Rule）に基づき、株主と劣後債権者に限定した損失負担が求められることに留意を要する（16 年のイタリア大手行に対しても Tier2、AT1 はそれぞれ株式に強制転換させられた）。もっとも、16 年のイタリア大手行の場合、Tier2 保有者に個人投資家が多かったことに鑑み、Tier2 が株式に強制転換されたのち、当該株式を政府が同行のシニア債（ペイルイン対象ではない）に転換し、事実上救済した（BRRD Article44 3 項に基づくと推察される）。

（了）

本資料は投資環境等に関する情報提供を目的として作成したものです。本資料は投資勧誘を目的とするものではありません。

本資料は金融専門業者に外部委託して作成しております。内容は執筆者の個人的見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

有価証券等の取引には、リスクが伴います。投資についての最終決定は、投資家ご自身の判断と責任においてなされるようお願いいたします。当社は、いかなる投資の妥当性についても保証するものではありません。

記載された意見や予測等は作成時点のものであり、正確性、完全性を保証するものではなく、今後予告なく変更されることがあります。

上田八木短資株式会社

登録金融機関 近畿財務局長（登金）第 243 号

東京本社 〒103-0022 東京都中央区日本橋室町 1 丁目 2 番 3 号 tel : 03-3270-1711
（代表）

大阪本社 〒541-0043 大阪府大阪市中央区高麗橋 2 丁目 4 番 2 号 tel : 06-6202-5551
（代表）

加入協会 日本証券業協会