

米シリコンバレー銀行(SVB)破綻に 端を発した金融リスクの拡大可能性

チーフ・インベストメント・
ストラテジスト

上田 祐介

ジュニア・マーケット・
ストラテジスト

ロペス ペニエル

[本レポートのサマリー]

1. 本レポートの目的

p.1

本レポートでは、米国のシリコンバレー銀行（以下、SVB）の経営破綻並びにシグネチャー銀行（以下、SBNY）の閉鎖の原因と、今後の他の銀行に対する同種のリスクの拡大可能性についての考え方を整理する。

2. シリコンバレー銀行（SVB）の破綻原因

p.1

- シリコンバレー銀行の直接の破綻原因は、特に預金保険対象外の大口預金者からの信頼感喪失に伴う、預金の引き出しによる急速な資金流出。その背景には、同社特有の ALM や流動性リスクに関する管理の不徹底に起因した、投資対象金利資産の時価評価上の未実現損失による実質的な自己資本の毀損が存在。

3. 他の米国国内銀行への影響

p.4

- 預金流出は直接的な銀行破綻のトリガーとなる。ただし、財務情報のトレンドから観測される預金減だけでは、流動性危機リスクの予測情報としては不十分。
- 同リスクの顕在化は、極めて短期間（2-5 日以内）で生じ、預金者のセンチメントにより加速して他行にも波及（特に大口の保険対象外の預金が多い銀行に影響）。
- 米国国内銀行への金融支援や流動性維持への規制強化は、クレジット資産の市場価格をサポートしやすいが、株式相場にはマイナスに寄与しやすい。

4. 欧州主要銀行（特に CSG）への影響

p.8

- 主要欧州銀行で、資金逃避リスクを抱えるのはレピュテーションが低下しているクレディ・スイス・グループ(CSG)のみ。資金逃避リスクの評価には CET1 自己資本比率は役立たない。流動性カバレッジ比率 (LCR) は、FY2022 Q4 において大幅に悪化。
- 足元で、預金流出が継続していると考えられる CSG に対し、16 日にはスイス国立銀行（中央銀行）が、最大 500 億スイスフランの資金供給方針を公表。経営破綻リスクや金融システミック・リスク懸念は大きく後退。ただし、事業縮小が続く過程では事業再編費用が継続的に発生しやすく赤字も長期化しやすい点に注意が必要。
- 中銀による流動性サポートにより、B3T2 以上の回収順位を有する債券については価格が下落した場合には投資機会になり得るが、AT1（永久劣後）債については、潜在的な配当停止リスクなども無視できない。今後の事業規模の維持に不透明感がある現段階で、大きく落ち込んでいる AT1 債の時価や投資需要が速やかに回復するとは考えにくい。

5 バリュースセット ストラテジー・レポート

米シリコンバレー銀行(SVB)破綻に端を発した金融リスクの拡大可能性

5 バリュースセット チーフ・インベストメント・ストラテジスト 上田 祐介

1. 本レポートの目的

本レポートでは、米国のシリコンバレー銀行（以下、SVB）の経営破綻並びにシグネチャー銀行（以下、SBNY）の閉鎖の原因と、今後の他の銀行に対する同種のリスクの拡大可能性についての考え方を整理する。

2. シリコンバレー銀行 (SVB) の破綻原因

[ポイント]

- シリコンバレー銀行の直接の破綻原因は、特に預金保険対象外の大口預金者からの信頼感喪失に伴う、預金の引き出しによる急速な資金流出。3月8日に公表したアクション・プランの中で、こうした内部状況と資本充実の必要性を訴えてから、わずか数営業日のうちに大規模な資金流出が生じた。
- その背景には、同社の ALM や流動性リスクに関する管理の不徹底に起因した、投資対象金利資産の時価評価上の未実現損失による実質的な自己資本の毀損が存在。
- 米財務省、FRB、FDIC が共同で、SVB の全預金に対して特例で保護する方針を示す

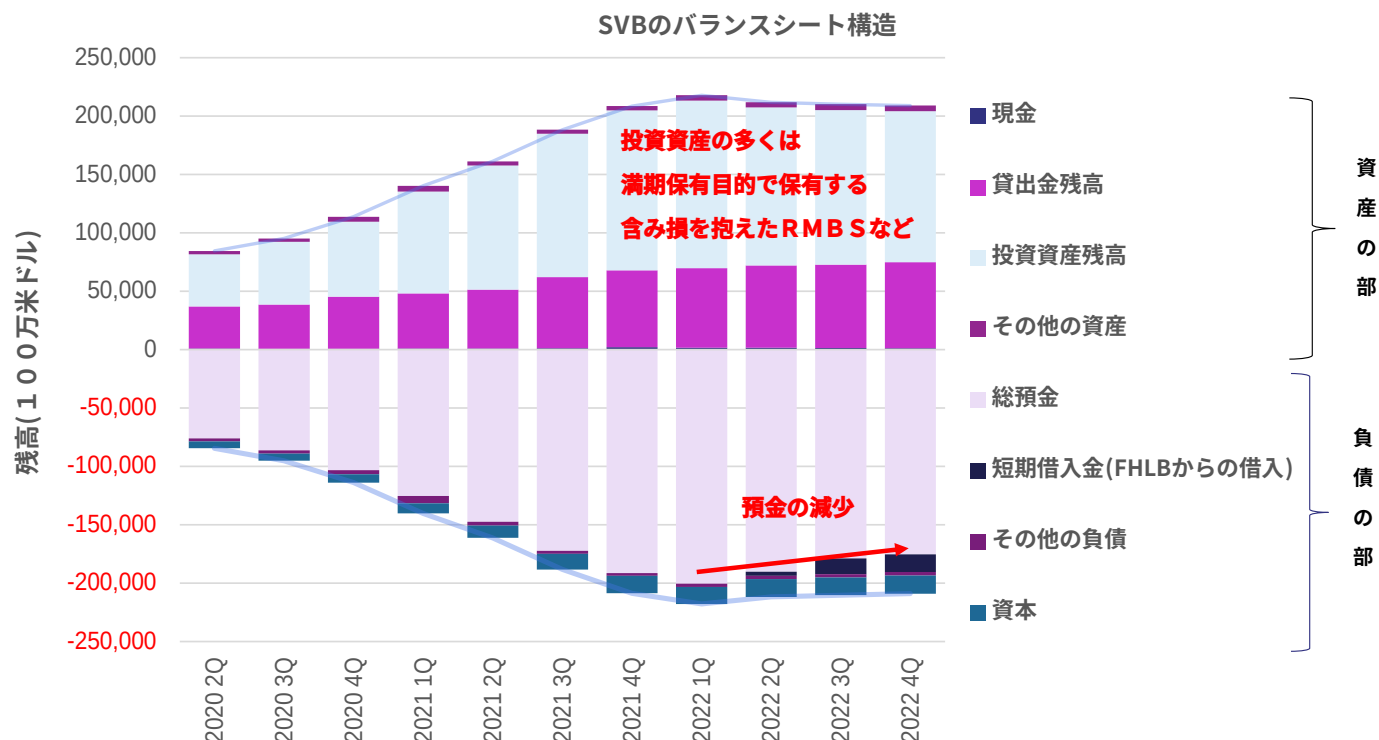
ここでは、米国のシリコンバレー銀行の破綻原因となった、同社特有の財務運営について確認する。以下の図表 1 には、同社の四半期バランス・シートのサマリーを示した。同図表は、同社の破綻に至った要因について下記の傾向を示している。

SVB では、急速な預金流入によるバランス・シート残高の拡大に対し、貸出が追いつかず、運用資産（高い信用力の債券等）を満期保有資産として積み増し

FY2022 Q2 以降に、預金流出が進むと、時価評価損の確定を避けるため、FHLB からの借り入れを拡大

- SVB では、2020 年下半期から、急速に預金が流入しバランス・シートの残高が拡大、FY2022 Q1 にピークを迎えた。与信対象が、主に IT 関連の高成長企業であったこともあり、エクイティなどの資金調達が可能であった FY2021 年には、預金の伸びが大きかった一方で、ローンの残高の伸びは相対的に低い水準に留まった。
- この間、SVB では、余剰資金の多くを、現金や中央銀行預け金など高流動性資産ではなく、信用リスクが低い債券等で保有した。
- FY2022 Q2 以降は、FRB のインフレ対策を目的とした金融政策の引き締め方向への転換の影響などもあり、預金の引き出しが進んだ。このため、SVB では払い出しのための現金が不足しやすい状況が生じたが、金融資産の多くが時価評価損を抱えていた為、現金化により損失を確定するよりも、セーフティネットワークとしての連邦住宅貸付銀行 (FHLB) 制度を活用した借り入れの拡大により現金の不足分を補っていた。

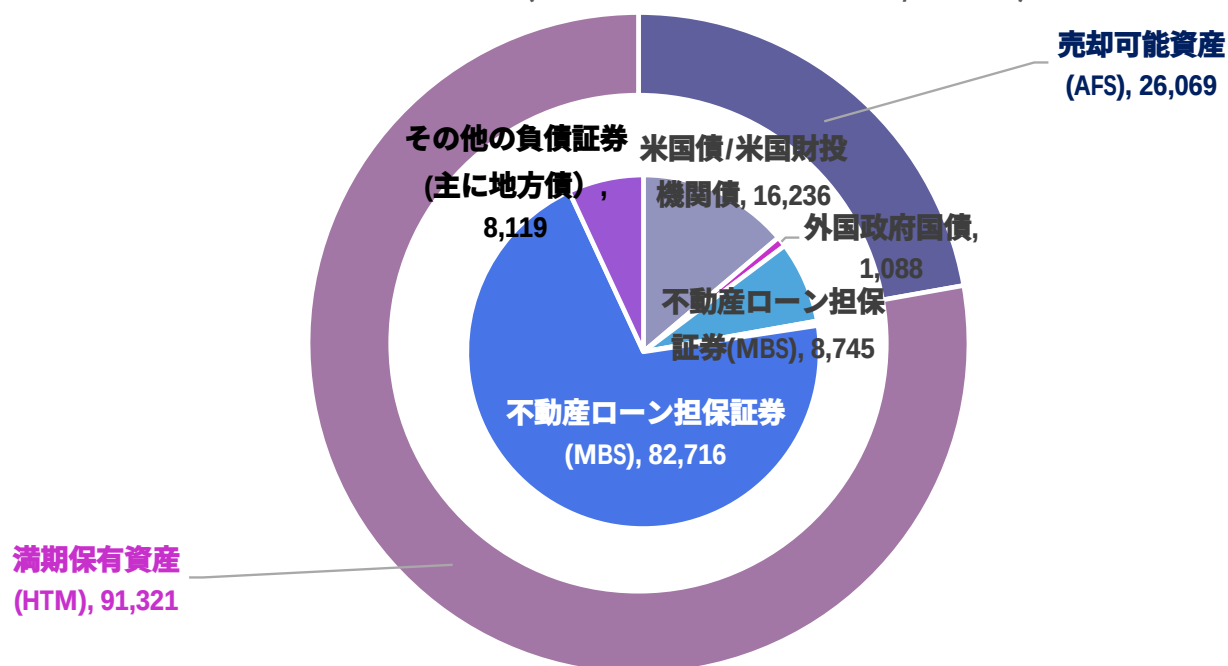
図表1 SVBのバランス・シートの四半期推移 (FY2022 まで)



出所: FDIC データより、5バリューアセットで作成

図表2 SVBの運用資産構成 (FY2022 Q4 時点)

SVBの運用資産の構成 (単位:100万米ドル、2022/12時点)



出所: SVB 年次開示資料(10-K)より、5バリューアセットで作成

SVB では、資産と負債のマッチングを正しく行う ALM 管理が適正に行われておらず、預金流出などの流動性リスクに対する管理は不十分

巨額の含み損と資本調達案を開示して、わずか数日で急速な預金流出により経営破綻に

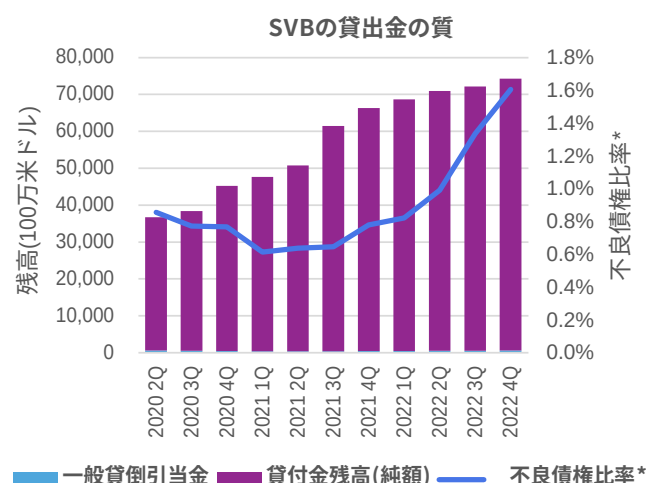
米財務省、FRB、FDIC が共同で、SVB の全預金に対して特例で保護する方針を示さざるを得なくなった

ここで、SVB の金融資産による運用内容を図表 2 に、貸出金の残高と不良債権比率の推移を図表 3 に、それぞれ示した。図表 2 に示した通り、SVB が保有する運用資産は、ほとんどが信用リスクの低い国債やエージェンシーRMBS などの資産で構成されていた(図表 2)。また、同社の場合、金利を創出する総事業資産に占める貸出金の構成比が投資資産よりも低かったが、貸出金の不良債権比率を見ると増加傾向にはあったものの、絶対水準は 1.6% 台と、必ずしも、米国内の他の銀行に比べ低かったわけではない(図表 3)。よって、資金流出が生じず、預金残高が安定して維持されていれば、長期の期間を要するもののいずれかの時点で時価評価損問題が解決する可能性もあった。

しかし、預金流出と時価評価損失の拡大により、資本調達と含み損の一体処理を前提とした大規模な財務健全化を考慮せざるを得なくなり、3 月 8 日にアクション・プランを公表せざるを得なくなった。この結果、資本市場からの資金注入よりもはるかに速いペースで預金の流出が一気に加速し、3 月 10 日、同行は破綻に追い込まれた。このことは、同行のリスク管理において、信用リスクの管理に比べ時価変動リスクや流動性リスクの管理が不十分であったことを示している。

その後、米財務省と米連邦準備制度理事会(FRB)、米連邦預金保険公社(FDIC)は 12 日に共同で、FDIC が保護する預金保険上限額(1 口座あたり 25 万ドル)を上回る預金についても特例で保護する方針を示さざるを得なくなった。これは、預金保険の対象外である大口預金の流出が他の銀行に波及するリスクを回避することを目的とした対応である。ただし、特例を認めているのはあくまで SVB の預金についてだけであり、他の国内銀行の預金にこうした対応が適応されるとは全く判断できない状況にある。

図表 3 SVB の貸出金残高と不良債権比率



(*)。ここでは、不良債権比率を一般貸倒引当金残高/貸出金名目残高で規定。会社の定義とは異なる点に注意

出所: FDIC データより、5 バリュアセットで作成

ここで、SVB の経営破綻の原因について考察する。

本来、資産と負債のマッチングを正しく行う ALM 管理が適正に行われていれば、いくら信用リスクが低いとはいえ、一定以上の自己資本比率を維持している銀行が、ここまで短期に流動性を喪失する事例は、近年ではまれである。しかし、同社の場合には 2022 年 4 月以降、最高リスク管理責任者(CRO)職が実質的に不在の状況が継続するなど、経営層が銀行のリスク管理に対し十分な理解を持たない状況が継続していた可能性が指摘¹されている。

しかし、SVB の経営破綻やシグネチャー銀行の閉鎖を生じさせた、根本的な原因は、預金者の信頼感を喪失し、預金の急速な流出が生じると、そのペースは通常の財務比率などでモニタリング可能な銀行経営の悪化ペースをはるかに上回り、当局の預金保護宣言によってもコントロール不能になる、という点にある。

¹ “SVB の最高リスク責任者不在、FRB や弁護士らが問題視”、2023/3/15、Bloomberg ニュース

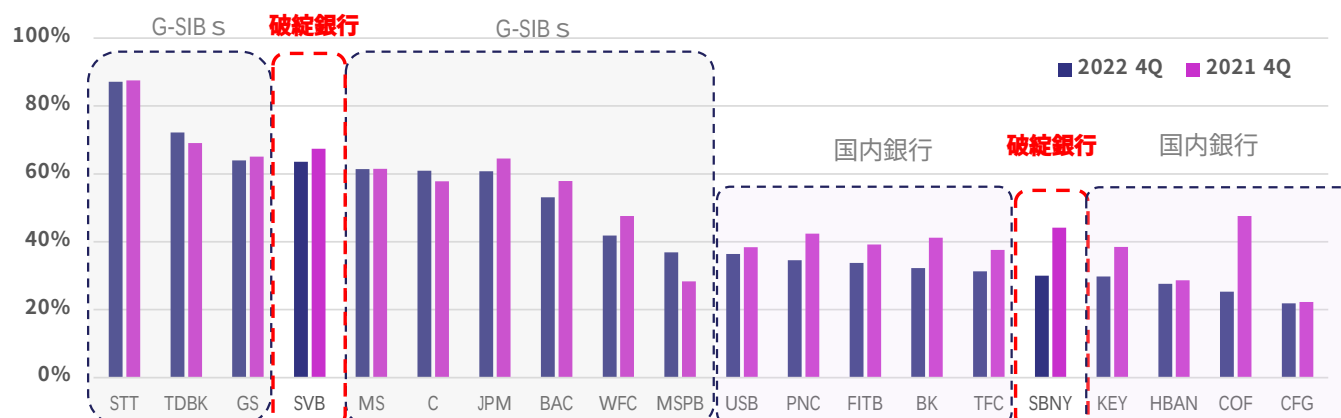
3. 他の米国国内銀行への影響

[ポイント]

- 預金流出は直接的な銀行破綻のトリガーとなる。ただし、財務情報のトレンドから観測される預金減だけでは、流動性危機リスクの予測情報としては不十分
- 同リスクの顕在化は、極めて短期間(2-5日)で生じ、預金者のセンチメントにより加速して他行にも波及(特に大口の保険対象外の預金が多い銀行に影響)。
- 米国国内銀行への金融支援や流動性維持への規制強化は、クレジット資産の市場価格をサポートしやすいが、株式相場にはマイナスに寄与しやすい

ここでは、米国のシリコンバレー銀行の破綻前の財務動向と、他の米銀を比較することで同種のリスクの他行への伝播可能性について検討する。前述のとおり、同行の破綻原因は(i) 預金の引き出しによる資金流出と、(ii) デュレーションリスクを取った過度な市場資産での運用の2つであった。以下の図表4には、このうち(ii)に関連した主要米銀の金利創出資産(=貸出金+運用金利資産)に占める運用資産の構成比とその年次変化を比較した。

図表4 主要な米銀の金利創出資産に占める運用資産(証券等)の比率



(注) 銀行のティッカーが示す銀行名については、図表5を参照されたい。

出所: FDIC データより、5バリュースセットで作成

SVB の金利創出資産に占める投資資産規模は、G-SIBs並みの高い水準。他の米国国内銀行を大きく上回っていた
ただし、国内銀行水準の他行でも経営危機は発生しており、直接的なトリガーではない

同図が示す通り、G-SIBsについては、トレーディング業務や投資銀行業務など多彩な業務を行っている関係もあり、金利創出資産に占める運用資産の比率が相対的に高い(貸出金比率が低く)。一方、国内銀行では伝統的な銀行業務のウェイトが高いこともあり、金利創出資産に占める運用資産の比率が相対的に低い(貸出金比率が高い)。こうした中で、国内行の中で突出して高い運用資産比率を示していたのがシリコンバレー銀行(SVB)であった。ただし、業務閉鎖の対象となったシグネチャー銀行(SBNY)の運用資産比率は必ずしも高くはなく、また大幅な格下げ対象となったファーストリパブリック銀行(FRC)も同様に、伝統的な貸出業務を主体としていた。よって金利の低下が、銀行の破綻もしくは破綻懸念の直接的なトリガー要因となるとは限らない、ともいえる。

預金流出は直接的な銀行破綻のトリガーとなる。ただし、財務情報のトレンドから観測される預金減だけでは、流動性危機リスクの予測情報としては不十分

次に、もう一つの破綻トリガーであった預金流出は、決算動向などで補足可能かどうかを確認する。以下の図表 5 には、主要米銀に関する年次の預金変化の傾向を比較した。

米銀全体で見れば、2021 年末から 2022 年末にかけての預金残高の変化率は-0.2%とほぼ同水準であった。しかし、個別に見れば±10%を超える預金残高の変化を示していた銀行は約 4 割に及んだ(表中の青が 10%以上の増加、黄色が-10%以上の下落を表す)。しかし、SVB の年次預金流出は-8.4%に留まり、格下げ対象となった FRC では逆に+12.9%の預金増となっていた。

図表 5 主要米銀の預金に関する年次増減傾向 (FY2022 まで)

	銀行業務エンティティ(Opco)名称	総預金 (単位:百万米ドル)				
		FY2022	増減率	FY2021	増減率	FY2020
		①	②→①	②	③→②	③
ディッカー	全米銀合計	19,269,100	-0.2%	19,303,304	12.0%	17,236,285
JPM	J P モルガン・チェース銀行 NA	2,440,722	-4.3%	2,549,631	13.1%	2,253,482
BAC	バンク・オブ・アメリカ NA	2,042,255	-4.8%	2,144,377	12.5%	1,906,458
WFC	ウェルズ・ファーゴ銀行 NA	1,420,842	-6.8%	1,524,535	3.0%	1,479,499
C	シティバンク NA	1,399,631	4.8%	1,334,924	4.1%	1,282,071
USB	U S 銀行 NA	464,821	-0.1%	465,258	5.1%	442,836
PNC	P N C 銀行 NA	441,984	-4.7%	463,882	21.8%	380,921
TFC	トゥルイスト銀行	424,773	-0.8%	428,138	8.2%	395,781
GS	ゴールドマン・サックス銀行 USA	362,009	12.5%	321,869	48.1%	217,310
COF	キャピタル・ワン NA	355,084	12.1%	316,874	4.4%	303,536
TDBK	T D 銀行 NA	329,741	-11.1%	371,114	5.5%	351,716
-	チャールズ・シュワブ銀行 SSB	325,993	-17.0%	392,695	23.6%	317,822
BK	バンク・オブ・ニューヨーク・メロン	281,533	-9.7%	311,812	-8.8%	341,999
STT	ステート・ストリート信託銀行	241,844	-7.3%	260,805	5.8%	246,456
MS	モルガン・スタンレー・プライベート・バンク NA	192,265	53.0%	125,670	17.2%	107,259
-	シチズンズ銀行 NA	182,995	16.5%	157,071	4.5%	150,267
MS	モルガン・スタンレー銀行 NA	177,356	8.1%	164,020	5.5%	155,434
FRC	ファースト・リパブリック銀行	176,437	12.9%	156,321	36.0%	114,929
SVB	シリコンバレー銀行 (SVB)	175,378	-8.4%	191,431	85.5%	103,194
FITB	フィフス・サード銀行 NA	169,531	-3.8%	176,297	6.7%	165,284
MTB	M & T 信託	165,981	24.1%	133,717	10.4%	121,149
ALLY	アライ銀行	156,058	7.1%	145,765	2.9%	141,689
HBAN	ハンチントン・ナショナル銀行	151,721	3.6%	146,383	41.3%	103,620
KEY	キー銀行 NA	145,992	-5.9%	155,075	11.4%	139,220
BMO	BMOハリス銀行 NA	142,016	3.0%	137,817	6.9%	128,933
HSBA	H S B C 銀行 USA NA	136,884	-12.3%	156,006	-2.3%	159,643
RF	リージョンス銀行	133,792	-5.2%	141,129	13.6%	124,229
NTRS	ノーザン・トラスト	124,598	-23.0%	161,727	10.4%	146,462
RF	アメリカン・エクスプレス・ナショナル銀行	119,924	31.2%	91,420	-9.5%	101,041
UBS	UBS銀行 USA	103,818	-7.0%	111,603	40.8%	79,289
-	USAA 連邦貯蓄銀行	102,056	-2.9%	105,071	11.3%	94,445
SBNY	シグネイチャー銀行	88,613	-16.5%	106,154	67.6%	63,323
MUFG	MUFGユニオン・バンク NA	81,993	-19.2%	101,482	-2.0%	103,577

預金が前年比で10%以上減少

預金が前年比で10%以上増加

破綻銀行

出所:FDIC データより、5バリュアセットで作成

資金流動性（預金流出）リスクの顕在化は、極めて短期間（2-5 日以内）のうちに預金者のセンチメントにより加速して急拡大し、他行にも波及する

大口の保険対象外の預金が多いほど、資金流出は加速しやすい

米国国内銀行への金融支援や流動性維持への規制強化は、クレジット資産の市場価格をサポートしやすいが、同時に成長機会の抑制により株式相場にはマイナスに寄与しやすい

こうした状況から、2-4 四半期程度の開示情報などの過去情報に反映される預金残高の傾向を観測しても、突然生じる流動性危機を補足するには不十分であることが分かる。

今回の米地方銀行の危機においては、3 月 8 日の SVB による財務アクション・プランの公表から、10 日における SVB の破綻、12 日の米財務省/FRB/FDIC によると保険対象外の預金に対する全額保護宣言まで、わずか 2-4 日で預金流出による危機が一気に顕在化していた。また、破綻銀行以外についても、S&P がファースト・リパブリック銀行 (FRC) の信用格付けを、資金流動性への不透明感を理由に 'A-' から 'BB+' まで 4 ノッチの大幅格下げにより投機級格付けに落としたのも、3 月 15 日と SVB の破綻から 5 日後のことであった。このように、企業の運転資金など大口の短期預金の安全性に対する預金者の不信感が発生した場合には、極めて短期間のうちに預金流出が波及し、こうした潜在リスクに対し過去からの財務データが示す傾向の変化は必ずしも十分な判断材料とはならないことが確認できる。

図表 6 には、本来の制度上では、預金保険の対象とならない大口の決済性預金などの残高が多く、一旦、預金流出が発生すると一気に流出が進みやすい銀行について、全預金に占める保険対象外の預金比率に基づき比較した。同図表のうち、緑色でマークした銀行はグローバルにシステム上重要な銀行 (G-SIBs) であり、銀行業務を行う子銀行 (OPCO) の信用懸念は極めて低い銀行と考えられる（損失は、銀行持株会社の資本性証券が吸収することで金融システムの安定性を保持する制度設計の対象であるため）。G-SIBs を除いた米国内銀行で最も預金流出が発生しやすかったのが、経営破綻した SVB、SBNY であり、その次に続く総資産が 1,000 億米ドルを超える商業銀行（主として信託業務を営む銀行を除く）が、FRC であった。

なお、16 日には、米国内 G-SIBs を含む金融大手 11 社が共同で、約 300 億ドルの資金提供による金融支援 (FRC への預金預け入れ) を早急に実施することが報じられた²。早期に、金融支援の方針を示し、FRC の大口預金者と同種のリスクを取ることで、同行からの預金の流出を抑制し、さらなる地方銀行への破綻の連鎖を防ぐためには、効果的な施策であると言える。同じタイミングで、FRB や FDIC では、今回の国内銀行の流動性危機を受け、より小規模な銀行への監督の強化を行う方針を示している。

こうした施策は、米国内の金融システムを抑制する一方で、より小規模であったり信用力の低い企業への新規の与信を難しくする。よって、高成長業種のスタートアップ企業等の資金調達にはマイナスに寄与しやすく、投資適格社債や大手銀行の劣後債等、相対的に信用リスクが抑制されたクレジット資産の市場価格を維持することに寄与しやすい。一方で、リスク加重資産 (RWA) の絞り込みなど、与信対象の金額規模を拡大しにくくなることなどから、株式相場に対しては、マイナスに寄与しやすいともいえる。

² “Wall Street rides to the rescue as 11 banks pledge \$30 billion to First Republic Bank”, CNBC News, 2023/3/17

図表 6 主要米銀の預金に占める預金保険対象外の預金残高比率の比較、
総資本と包括利益 (含み損を反映) の規模の比較 (2022/12 末時点)

ティッカー	銀行名	総資産 (10億米\$)	保険対象外の預金		(ローン + HTM 証券) / 総預金 (%)	包括利益 (AOCI)		有形自己 資本比率 (%)
			残高 (10億米\$)	総国内預金 の割合 (%)		残高 (10億米 \$)	総資本に 占める包 括利益の 割合 (%)	
BK	バンク・オブ・ニューヨーク・ Mellon	324.65	175.10	96.5	31.2	-4.4	21.5	6.24
SVB	シリコンバレー銀行 (SVB)	209.03	151.59	93.9	94.4	-1.9	10.6	7.27
STT	ステート・ストリート信託銀行	298.02	148.92	91.2	40.1	-3.4	18.1	6.16
SBNY	シグネチャー銀行	110.36	79.46	89.7	93.3	-2.0	18.1	7.26
NTRS	ノーザン・トラスト	154.52	41.85	83.1	54.5	-1.5	13	6.62
C	シティバンク NA	1,766.75	598.20	77.0	64.6	-29.9	18.1	8.62
CM	CIBC Bank USA	50.93	29.99	73.2	87.1	-0.3	4.5	11.19
HSBA	H S B C 銀行 USA NA	162.44	94.15	72.5	47.4	-2.6	12.8	9.52
RY	City National Bank	96.50	53.15	70.4	93.6	-1.6	17.3	6.65
FRC	ファースト・リパブリック銀行	212.64	119.47	67.7	110.6	-0.3	1.7	8.11
EWBC	East West Bank	64.09	35.05	65.9	91.1	-0.8	11.3	8.52
CMA	Comerica Bank	85.53	45.49	62.5	72.8	-3.7	40.7	4.85
BMO	BMO Harris 銀行 NA	176.98	88.60	62.4	72.7	-3.5	16.9	8.87
WAL	Western Alliance Bank	67.68	31.09	57.7	101.7	-0.7	10.6	7.52
HBAN	ハンチントン・ナショナル銀行	182.33	84.59	55.8	90.8	-3.1	17.5	6.46
CFR	Frost Bank	52.95	23.84	53.7	44.6	-1.4	33.5	4.6
USB	U S 銀行 NA	104.45	43.74	53.3	70.5	-0.0	0.4	10.29
BPOP	Banco Popular de Puerto Rico	56.05	28.09	53.2	58.3	-2.4	52.4	3.02
ZION	Zions Bancorp NA	89.54	37.63	52.5	93.2	-3.1	38.5	4.33
JPM	J P モルガン・チェース銀行 NA	3,201.94	1,057.87	52.5	64.3	-18.0	6.2	8.32
FITB	Fifth Third Bank NA	206.29	88.35	52.2	72.3	-5.1	23.8	7.2
KEY	キー銀行 NA	187.59	75.56	51.8	88.7	-6.0	30.2	5.66
USB	U S 銀行 NA	585.14	234.34	51.7	90.6	-11.2	19.7	5.81
WFC	ウェルズ・ファーゴ銀行 NA	1,717.53	721.10	51.5	85.6	-10.9	6.6	8.2
BMO	BMO Harris 銀行 NA	91.58	36.64	50.8	83.4	-2.9	33.8	5.73
SNV	Synovus Bank	59.63	25.08	50.8	89.3	-1.4	23.5	6.74
CFG	シチズンズ銀行 NA	226.40	88.88	48.6	91.6	-4.5	19.3	7.1
MTB	M & T 信託	200.26	79.36	47.8	87.4	-0.8	4.1	8.21
GS	ゴールドマン・サックス銀行 USA	486.97	167.99	47.7	46.5	-1.2	2.2	9.57
BAC	バンク・オブ・アメリカ NA	2,418.51	909.26	47.1	82	-18.4	9.5	7.1



G-SIBs

破綻銀行

総資産1,000億ドル未満の銀行

(注) U.S. Bank NA の親会社である U.S. Bancorp は、2022 年 12 月 1 日に MUFG ユニオン バンク NA を買収している。

また、BMO Harris Bank NA は、2023 年 2 月 1 日に Bank of the West を買収している。

出所: S&P Global Market Intelligence データから5バリュアセットで作成

4. 欧州主要銀行 (特に CSG) への影響

[ポイント]

- 主要欧州銀行で、資金逃避リスクを抱えるのはレピュテーションが低下しているクレディ・スイス・グループ(CSG)のみ。
- こうした資金逃避リスクの評価には CET1 自己資本比率は役立たない。流動性カバレッジ比率 (LCR) は、FY2022 Q4 において大幅に悪化。
- 足元で、預金流出が継続していると考えられる CSG に対し、16 日にはスイス国立銀行 (中央銀行) が、最大 500 億スイスフランの資金供給方針を公表。経営破綻リスクや金融システミック・リスク懸念は大きく後退した。
- ただし、事業縮小が続く過程では事業再編費用が継続的に発生しやすく赤字も長期化しやすい点に注意が必要。
- 中銀による流動性サポートにより、B3T2 以上の回収順位を有する債券については価格が下落した場合には投資機会になり得るが、AT1 (永久劣後) 債については、潜在的な配当停止リスクなども無視できない。今後の事業規模の維持に不透明感がある現段階で、大きく落ち込んでいる AT1 債の時価や投資需要が速やかに回復するとは考えにくい。

ここでは、欧州のクレディ・スイス・グループ (以下、CSG) へのリスクの波及に関する考え方を整理する。クレディ・スイスでは、過年度に生じたアルケゴス・キャピタルやグリーンシル等の相次ぐ破綻や自社と投資家を含む不透明性を伴った損失発生などがトリガーとなり、主要顧客による資金引き上げなどレピュテーションの低下が続いている。

CSG では、事業の再編を進めているが、FY2022 決算時には、翌年も赤字継続の見通しが示され、さらに 3 月 14 日に公表された年次報告書では、FY2021 と FY2022 における「グループの財務報告に関する内部管理が有効でなく」、「この結果、情報開示の管理と手順も有効ではなかった」との結論に至ったことが報告された。ここで特定された「重大な弱点」は財務報告書における効果的なリスク評価の設計と保全の不備に関連したものと、言及されている。

CS では FY2022 Q4 の四半期決算においても顧客からの預かり資産 (AUM) や預金の外部流出が加速していた。特に、預金については、FY2022 Q4 に急減し、貸出金 (ローン) 残高を下回った (図表 7)。市場性資金に依存した与信は銀行の流動性リスクを悪化させやすい。

図表 7 CSG のバランス・シート推移 (2022/12 末時点まで)

クレディ・スイス・グループ (unauditedベース)		1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
Results									
資産(百万CHF)									
ローン残高純額		304,188	299,844	296,593	291,686	287,682	285,573	281,792	264,165
総資産		865,576	810,952	820,233	755,833	739,554	727,365	700,358	531,358
負債(百万CHF)									
預金		406,069	397,298	400,518	392,819	398,624	389,484	371,270	233,235
短期債務		24,887	22,366	20,092	19,393	17,399	20,145	17,798	12,414
長期債務		170,453	170,227	175,320	166,896	160,320	158,010	162,605	157,235
総負債		820,692	767,077	775,430	711,603	694,878	681,299	656,849	486,027
株主資本		44,590	43,580	44,498	43,954	44,442	45,842	43,267	45,129
総資本		44,884	43,875	44,803	44,230	44,676	46,066	43,509	45,331
負債資本合計		865,576	810,952	820,233	755,833	739,554	727,365	700,358	531,358
ローン残高/預金総額		74.9%	75.5%	74.1%	74.3%	72.2%	73.3%	75.9%	113.3%

出所: Credit Suisse Group 開示資料から5バリュアセットで作成

こうした自社の資金流動性リスクは、与信対象への信用リスクや投資対象への市場リスクなどを計測する、CET1 自己資本比率などでは十分に補足できない。預金者のセンチメントに起因した資金流出は、決算期間よりもはるかに早期に顕在化しやすいためだ。バーゼル III 規制では、こうした資金流動性リスクに対する耐性を確認する指標として、流動性カバレッジレシオ (LCR) を規定している。以下の図表 8、図表 9 では、他の主要欧州銀と CS を両指標に基づき比較した。

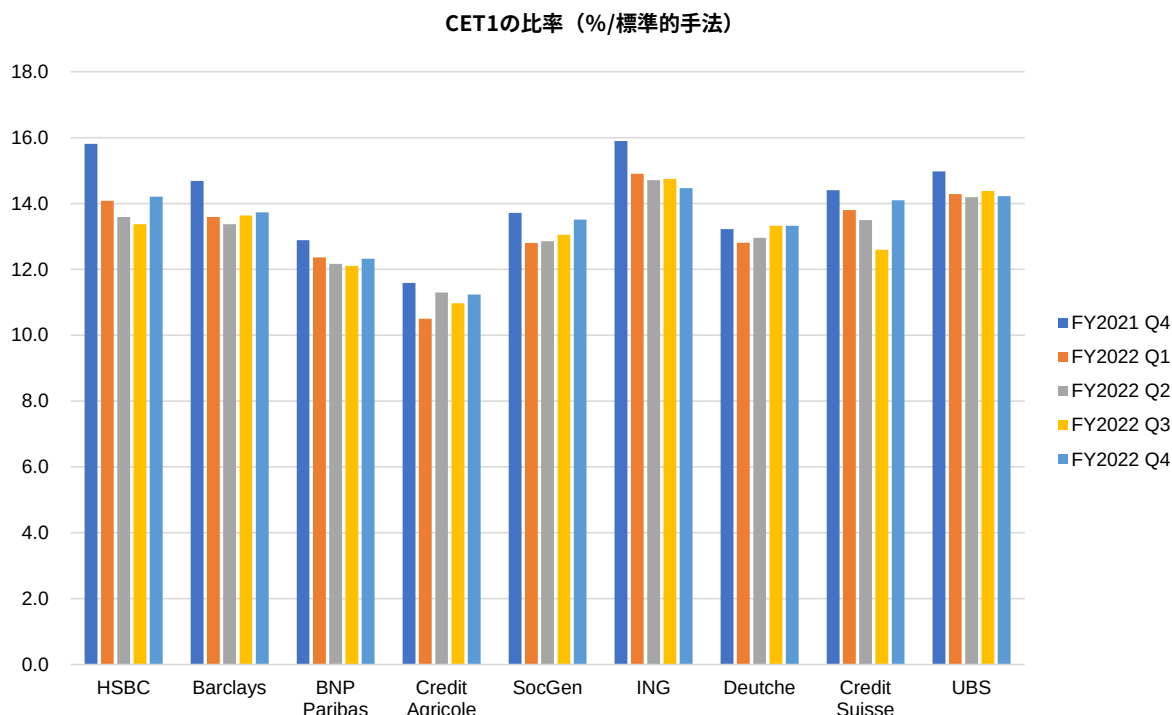
CET1 自己資本比率でみれば、CSG はドイツ銀行よりも高い水準を維持しており、信用リスクなど資産側のリスクに対する頑健性は維持されている (なお、最低所要 CET1 資本比率までのバッファでみても、ドイツ銀行よりも CSG の方が高い水準を維持している)。しかし、預金など負債側の安定性と銀行からの資金流出を監視する指標である LCR の推移を比較すると、これまで信認の低下に対し十分な余裕を維持すべく他行よりも高い水準となっていた CSG の LCR は、FY2022 Q4 において急速に低下していた。一方で、他行の数値は安定して推移していた。

前述の様に、銀行に対する信認の低下により預金流出が発生すると、極めて短期間のうちにその影響は拡大しやすい。CSG では、急速な預金の流出が続いていると見られ、3 月 16 日にはスイス国立銀行 (中央銀行) が、最大 500 億スイスフランの資金供給を CSG に対して行う用意がある方針を公表した。こうした強力な施策がとられることで、CSG が実質破綻認定 (PONV) 等を受け金融システミック・リスクを引き起こすトリガーとなる可能性が、極めて低いものとなったと考えられる。また上記の通り、CSG 以外の欧州主要 G-SIBs では、むしろ

質への逃避により資金が集中しており、流動性はむしろ強化されている状況にあると考えられる。

しかし、流動性供給があれば、CSGビジネス・モデルが早期に安定化に向かうとは考えにくい。強力な流動性供給は、CSGの破綻を回避する上では極めて有用であるが、ビジネス上の信認を回復することに寄与するどうかは不明な状況であるためだ。公的資金が流出した預金の代替の資金流動性を供給したとしても、永続的なものではない。どこかの段階で、公的資金の返済を求められたり、また同資金の供給中は監督官庁からの依頼により配当支払い等のキャッシュアウトを抑制するような指導が入る可能性がある。ここで、良好なCET1自己資本比率は、バランス・シートと事業が縮小化していく過程でも、リスク加重資産（RWA）の切り売りなどにより維持が可能であると同時に、事業縮小が続く過程では事業再編費用が継続的に発生しやすく赤字も長期化しやすい点に注意が必要だ。こうした点を考慮した場合、中銀による流動性サポートにより、B3T2以上の回収順位を有する債券については価格が下落した場合には投資機会になり得るが、AT1（永久劣後）債については、潜在的な配当停止リスクなども無視できない。今後の事業規模の維持に不透明感がある現段階で、大きく落ち込んでいるAT1債の時価や投資需要が速やかに回復するとは考えにくい。

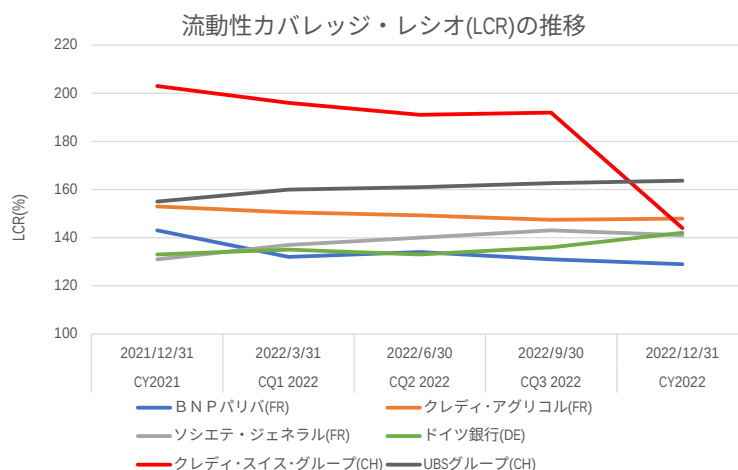
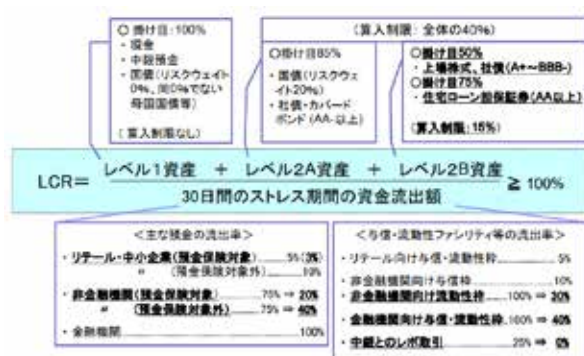
図表 8 欧州主要銀行の CET1 自己資本比率比較



(*)、ここでは、不良債権比率を一般貸倒引当金残高/貸出金名目残高で規定。会社の定義とは異なる点に注意
出所:FDIC データより、5バリュアセットで作成

図表 9 欧州主要銀行の流動性カバレッジ・レシオの推移

(参考) 流動性カバレッジ・レシオ (LCR) の定義



出所:LCR 定義は金融庁。グラフは Bloomberg データより、5バリュアセットで作成

無登録格付に関する説明書

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。

これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等をお客様に告げなければならないこととされております。

○登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

■ムーディーズ・インベスターズ・サービスについて 格付会社グループの呼称等について 格付会社グループの呼称：ムーディーズ・インベスターズ・サービス(以下「ムーディーズ」と称します。) グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：ムーディーズ・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第2号) 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ(ムーディーズ日本語ホームページ(https://www.moodys.com/pages/default_ja.aspx))の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページにある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。 信用格付の前提、意義及び限界について ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行いません。ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。	■S&P グローバル・レーティングについて 格付会社グループの呼称等について 格付会社グループの呼称：S&P グローバル・レーティング(以下「S&P」と称します。) グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：S&P グローバル・レーティング株式会社(金融庁長官(格付)第5号) 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ(https://www.spglobal.com/ratings/jp/index)の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け情報」(https://www.spglobal.com/ratings/jp/regulatory/content/unregistered)に掲載されております。 信用格付の前提、意義及び限界について S&P グローバル・レーティングの信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものでもありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。 信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。 S&P グローバル・レーティングは、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&P グローバル・レーティングは、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デュエリジェンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。	■フィッチ・レーティングスについて 格付会社の呼称について 格付会社グループの呼称：フィッチ・レーティングス(以下「フィッチ」と称します。) グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第7号) 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ(https://www.fitchratings.com/ja)の「フィッチの格付業務」欄の「規制関連」(https://www.fitchratings.com/ja/regulatory)の「信用格付の前提、意義及び限界」に掲載されております。 信用格付の前提、意義及び限界について フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。 フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。 信用格付の前提、意義及び限界の詳細にわたる説明についてはフィッチの日本語ウェブサイト上の「格付及びその他の形態の意見に関する定義」をご参照ください。
--	---	---

この情報は、2022 年 8 月 10 日に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記格付会社のホームページをご覧ください。

Disclaimer

本資料は、5VA が本資料を受領されるお客様への情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券又は金融商品の売買の推奨・取引・勧誘・申込みを目的としたものではありません。

開示事項

本資料の作成及び配布は 5 バリューストック株式会社（以下、5VA）が行っております。

5VA では調査部門の活動（リサーチレポート作成、リサーチ情報の伝達を含む）に関する適切な基本方針と手順等、組織上管理上の制度について、日本証券業協会によるアナリスト・レポートに関する自主規制に準拠した内部ルールと管理プロセスを整備しています。

5VA はリサーチ部門・他部門間の活動及び/又は情報の伝達、並びにリサーチレポート作成に関する適切な基本方針と手順等、組織上管理上の制度について、日本証券業協会によるアナリスト・レポートに関する自主規制に準拠した内部ルールと管理プロセスを整備しています。

5VA では、所属するアナリスト及びその家族が、当該アナリストの担当カバレッジに属するいずれの企業の株式も保有することを禁じられています。また、本リサーチレポートが公開される前後 3 か月間に、本リサーチに関連する金融商品を個人的に取引することも禁じています。

アナリストによる証明

本レポート表紙に記載されたアナリスト（以下、同アナリスト）は、本レポートに記載した見通し・評価・分析等の内容が、分析対象銘柄の発行企業及びその証券に対する同アナリスト個人の見解に一致していることを証明いたします。また、本レポート内で特定の判断もしくは見解を表明する見返りとして、いかなる報酬も一切受領しておらず、受領する予定もないことを合わせて証明いたします。

免責事項

本資料内で 5VA が言及した全ての記述は、公的に入手可能な情報のみに基づいたものです。本資料の作成者は、インサイダー情報の入手・使用を禁じられています。

本資料に含まれる情報は、弊社が正確かつ信頼できると考える情報に基づき、正確性と信頼性を担保することを目標として作成していますが、その正確性、信頼性を客観的に検証しておりません。本資料内で 5VA 以外の外部サイトのインターネット・アドレスを参照していることがございますが、リンク先の内容・正確性について 5VA は一切責任を負いません。本資料はお客様が必要とする全ての情報を網羅することを意図したものではありません。

5VA は本資料に掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる保証も表明しておりません。また、5VA は、本資料の論旨と一致しない他の資料を発行している場合があり、又は今後発行する場合があります。

本資料に示したすべての内容は、本資料発行時点において 5VA が入手可能な範囲で最新の評価や判断を示しておりますが、本資料に含まれる情報は金融市場や経済環境の変化等のために最新の内容ではない可能性があることをご認識ください。5VA では、本資料内に示した見解は予告なしに変更することがあります。また、5VA は本資料内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。

本資料で直接的又は間接的に言及・例示・評価・推奨している有価証券や金融商品は、市場価格の変動や発行体の財務状況の変化、経済環境の変化や経営判断、同証券や発行体に関わる外部評価の変化、金利や為替などの市況変動などの影響など、様々な要因により投資元本を割り込むリスクがあります。

本資料の作成にあたり、5VA では本資料を受領される個々のお客様の財務状況、ニーズもしくは投資目的を考慮しておりません。このため、本資料で言及されている有価証券や金融商品、市場見通し、投資戦略などは全てのお客様にとって適切なものであるとは限りません。お客様の投資に当たっては、ご自身の判断により投資評価や投資戦略を評価し、本資料に記載されている有価証券又は金融商品に関して投資・取引を行う際には、専門家やファイナンシャル・アドバイザーにご相談ください。

お客様による最終的な投資判断は必ずお客様自身によりなされなければならない、投資によって生じたいかなる結果につきましても、一切の責任はお客様にあります。5VA は、本資料を直接的にまたは間接的に入手したお客様が、本資料を参照した結果として生じたいかなる事象(直接・間接の損失、逸失利益及び損害、その他の状況) についても一切の法的責任を負いません。

本資料は、お客様に対し税金・法律・投資上のアドバイスとして提供する目的で作成されたものではありません。法律・制度・税金・会計等につきましては、お客様ご自身の責任と判断で専門家にご相談ください。

本資料に過去の投資パフォーマンスや過去データに基づく分析が示されていたとしても、これらは将来の投資パフォーマンスを確定的に予測したり、保証するものではありません。特に記載のない限り、本資料に含まれる将来予想は、アナリストが適切と判断した材料に基づく本資料公表時点におけるアナリストの予想であり、実現値とは異なることがあります。5VA では、将来の投資パフォーマンスやリスクについての参考情報や見通しを示すことがありますが、いかなる観点でも、これを保証するものではありません。

本資料の作成アナリストによる投資・保有禁止に関わらず、5VA 及び社員は、本資料で言及された有価証券等や関連するエクスポージャーを、自己の勘定もしくは他人の勘定で取引もしくは保有する可能性があります。また、本資料で示された投資判断に反する取引を行うことがあります。本資料のご活用にあたりましては、お客様と 5VA 並びにその社員との間で、利益相反が起こりうることにご注意ください。

本資料は、日本国内に限定して配付致します。
間接的に海外で入手されるような事態が生じた場合があったとしても、5VA では諸外国の法制度や規制に対応する責任を負いません。

Copyright 5VA Co., Ltd. All rights reserved.

本資料は 5VA の著作物であり、著作権法により保護されております。

5VA の書面による事前の承諾なく、本資料の全部もしくは一部を変更、複製・再配布し、もしくは直接的又は間接的に第三者に交付することはできません。

〒100-0005 東京都千代田区丸の内 1 丁目 4 - 1

丸の内永楽ビルディング 20 階

5 バリュースセット株式会社 調査部

(金融商品仲介業者 近畿財務局第 437 号)

この書面は金融商品仲介業者（以下、弊社）が所属金融商品取引業者等の委託を受けて行う金融商品仲介業に関し、広告又は広告類似配布物をお客様にお渡しする場合に一緒にお渡しする書面です。お取引前に下記内容をご理解くださいますよう、お願い申し上げます。

広告等補完書面（金融商品取引法 66 条の 10（広告等の規制）に基づく表示

金融商品仲介業者の商号 **5 バリュースセット株式会社**

登録番号：近畿財務局長（金仲）第 437 号

楽天証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 195 号

加入する協会：日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、日本商品先物取引協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

東海東京証券株式会社 金融商品取引業者 東海財務局長（金商）第 140 号

加入する協会：日本証券業協会一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会、一般社団法人日本 STO 協会

マネックス証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 165 号

加入する協会：日本証券業協会一般社団法人第二種金融商品取引業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人日本暗号資産取引業協会、一般社団法人投資顧問業協会

【手数料等について】

商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等（例えば、国内の金融商品取引所に上場する株式（売買単位未満株式を除く。）の場合は約定代金に対して所属金融商品取引業者等ごとに異なる割合の売買委託手数料、投資信託の場合は所属金融商品取引業者等および銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費等）をご負担いただく場合があります（手数料等の具体的上限額および計算方法の概要は所属金融商品取引業者等ごとに異なるため本書面では表示することができません。）。債券を募集、売出し等又は相対取引により購入する場合は、購入対価のみお支払いいただきます（購入対価に別途、経過利息をお支払いいただく場合があります。）。また、外貨建ての商品の場合、円貨と外貨を交換、または異なる外貨間での交換をする際には外国為替市場の動向に応じて所属金融商品取引業者等ごとに決定した為替レートによるものとします。

【リスクについて】

各商品等には株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の価格の変動等および有価証券の発行者等の信用状況（財務・経営状況含む。）の悪化等それらに関する外部評価の変化等を直接の原因として損失が生ずるおそれ（元本欠損リスク）、または元本を超過する損失を生ずるおそれ（元本超過損リスク）があります。

なお、信用取引またはデリバティブ取引等（以下「デリバティブ取引等」といいます。）を行う場合は、デリバティブ取引等の額が当該デリバティブ取引等についてお客様の差入れた委託保証金または証拠金の額（以下「委託保証金等の額」といいます。）を上回る場合があると共に、対象となる有価証券の価格または指標等の変動により損失の額がお客様の差入れた委託保証金等の額を上回るおそれ（元本超過損リスク）があります。

上記の手数料等およびリスク等は、お客様が金融商品取引契約を結ぶ所属金融商品取引業者等（上記記載）の取扱商品毎に異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書またはお客様向け資料等をよくお読みください。

(202204 159) (2016 年 5 月) 0390900204