



【臨時レポート】

## UBSによるクレディ・スイス買収に関する現在の見方

クレディ・スイス(以下、「CS」)の信用力に関する懸念が高まった結果、同じスイスの大手銀行UBSによる同行の買収という救済策が発表されました。この異例の救済策による市場への影響について、アライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)\*の見解を以下のとおりご案内申し上げます。

### UBSによるCS買収をめぐる動き(2023年3月21日時点)

CSの信用力に関する市場不安が高まる中、スイス金融監督当局の主導により、UBSがCSを買収する緊急救済策が週末の2023年3月19日に発表されましたが、世界の株式市場では週明け後も銀行銘柄の不安定な値動きが続きました。金融システムへの広範な危機波及を阻止することを目的としたこの救済策は、総額30億スイス・フラン(約4,300億円)相当の株式交換の形で行われました。しかし、米国におけるシリコンバレー銀行(SVB)とシグネチャー銀行の破綻の直後でもあり、グローバル資本市場の動揺は収まったとは言えない状況です。米連邦準備制度理事会(FRB)をはじめとする各国中央銀行の今後の金融政策にも影響し得ると見られます。

### CSはどのように売却されたのか

CSの救済策が必要となった背景には、同行の筆頭株主が追加出資を拒否したことによる市場圧力の増大がありました。CSが十分な資本を持ち、政府による追加融資を含む十分な流動性も有していることを経営陣や当局者は再三表明しましたが、顧客によるCSからの預金引き出しは止まりませんでした。スイスの銀行規制当局であるFINMA、中央銀行であるスイス国立銀行(SNB)及び同国政府は、17日(金曜日)の夜、金融の安定を維持することに主眼を置いたCSの救済策の策定を開始しました。

この交渉は19日(日曜日)の夜に完了し、UBSはCSを17日の終値より59%低い1株当たり0.76スイス・フランで買収することで合意しました。この合併は株主投票なしで行われましたが、これは金融の安定を維持するという目的から、迅速な完了を保証するための異例の措置でした。この救済策により、両行はSNBの既存の流動性ファシリティに無制限にアクセスすることができることとなったほか、最大1,000億スイス・フランの、破産時の特権債権者としての地位を有する流動性支援融資を受けることが可能になりました。さらに、UBSが一定の基準を超えて取得する資産から生じ得る損失を吸収するため、政府が90億スイス・フランのデフォルト保証をUBSに提供しています。

### 社債の債権者はどうなるのか

この政府保証は、CSの社債保有者に影響を与える極めて異例な措置の正当化にも使用されました。この救済策においては、CSの株式には一定の価値が残存する一方で、同行が発行した劣後債の一種であるAdditional Tier 1(AT1)債券に関しては価値がゼロに切り下げられました。一般的な企業の破綻では債券よりも株式の方が返済優先順位は低いのですが、週末にスイス政府が急遽制定した新法によって今回の措置は可能となりました。株主もCSの株価下落により大きな損失を被りましたが、株式交換によりUBSの株式を保有することになるため、株主には将来の株価上昇の可能性も残されています。一方、CSの債券に関しては、シニア債はUBSグループに引き継がれることが明らかになったものの、総額160億スイス・フランに上るAT1債は無価値化しました。

## AT1債市場への影響は？

状況はまだ非常に不透明ですが、CSのAT1債に対する今回の措置を受けて投資家がこうした債券のダウンサイド・リスクを見直すため、総額2,750億米ドルと言われる世界のAT1債市場は大きな衝撃を受けるものと思われます。AT1債は損失を吸収する役割を持っていますが、一般的には、まず株主が先に吸収してからと考えられていました。フィナンシャル・タイムズ紙によると、20日(月曜日)には欧州の金融規制当局がCSのAT1債が無価値化された方法について懸念を表明しました。また、同紙は、この取引が株主投票を経ず決定されたため、スイスの一部の投資家が法的措置を検討しているとも報じています。

ABでは、他国の規制当局は必ずしもスイスの例に倣うとは考えていません。他の欧州のAT1債は、そのほとんどに一時的な評価減や株式転換に関する条項があり、銀行が存続不能になった場合にもある程度アップサイドが残る可能性があります。さらに、より厳格で変更が難しい欧州連合(EU)の銀行法によると、AT1債が無価値化されるのは、株主の取り分が先に一掃された場合のみであるとされています。このアプローチは伝統的な債権者ヒエラルキーに準拠し、金融危機時の破綻処理における重要な原則であるNo Creditor Worse Off(NCWO)に従っています。

スイス政府の今回の措置は、規制当局が特定の証券に関する法律を事前に予測不可能な形で瞬時に変更し、その過程で既存の債券の条件を覆してしまうというリスクを浮き彫りにしました。しかし、このような措置は例外的なものであり、スイス以外の国々で実行するのはより困難であると思われます。

## 景気後退のリスクは高まったか？

足元の金融セクターの混乱は、世界経済を景気後退に追い込んでしまうのでしょうか？米国では、過去2週間で、米FRBが銀行セクターに流動性を提供する新しいプログラム(Bank Term Funding Program)を導入したほか、連邦預金保険公社(FDIC)及び財務省との調整により、破綻した2つの地域金融機関であるSVBとシグネチャー銀行のすべての預金を保証する措置を取っています。米FRBはまた、世界の米ドル流動性を高めるために、他の主要中央銀行とのスワップ・ラインを再開しました。

これらの措置は金融システムや経済にかかった圧力を軽減するのに十分でしょうか？恐怖感と不確実性の高まりによって企業が雇用を減らしたり、消費者が支出を抑制したりするでしょうか？これまでの状況を見る限り、ABでは米国やスイスで採られた措置は十分なものであると見ています。金融部門の損失は、2008年の世界金融危機当時ほど深刻なものにはなっていません。消費者や企業、金融機関などは、そうした過去の危機時と比べればはるかに強いスタートラインに立っていると見られます。システムの足腰が強化されているため、相当大きなショックがなければ、深刻な景気後退に陥るリスクは低いとABでは考えています。

ABのエコノミスト・チームや各運用チームは、事態の推移や市場への影響を注意深く監視し、個別の投資テーマにどのような影響が生じるかを継続的に分析しています。現在の市場環境やポートフォリオについて具体的な質問がある場合は、ご遠慮なくABの担当営業スタッフにお問い合わせください。

以上

### 当資料のお取扱いにおけるご注意

当資料は2023年3月21日現在の情報を基にABが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断される情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、当資料に掲載されている予測、見通し、見解のいずれも実現される保証はありません。当資料の内容は予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。

### 当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定の投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

- 投資信託のリスクについて  
アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様に帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。
- お客様にご負担いただく費用: 投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります
  - 申込時に直接ご負担いただく費用…申込手数料 上限3.3%(税抜3.0%)です。
  - 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限0.5%です。
  - 保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.068%(税抜1.880%)です。

その他費用…上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。目論見書、契約締結前交付書面等でご確認ください。

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、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全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。

### ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金及び利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって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。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。上記の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。

## アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303号

【加入協会】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／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