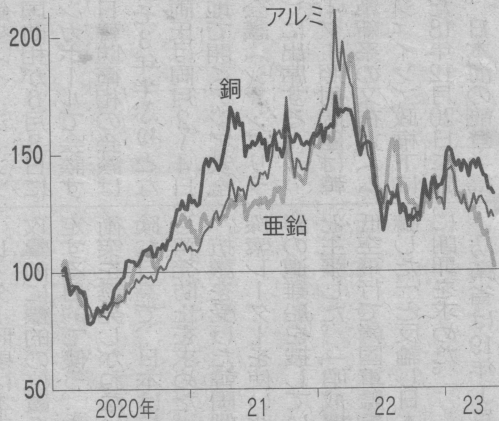


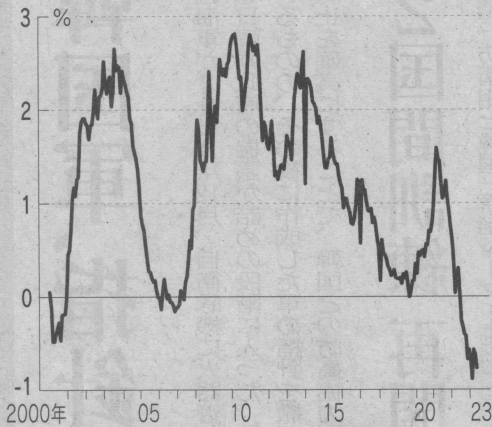
世界景気減速にシグナル

非鉄金属相場は軒並み下落が続く

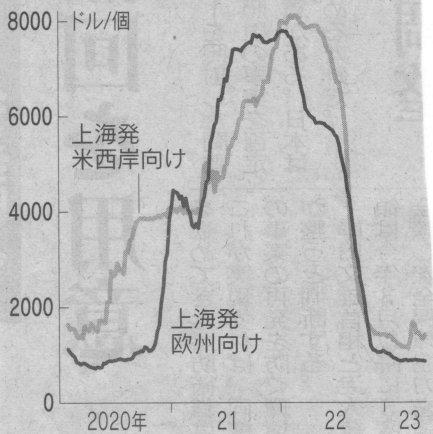


(注) LME3カ月先物の2020年初めを100として指数化。週次

足元の逆イールドは約11カ月続いている
(10年物と2年物の利回り差)



コンテナ船運賃の低迷は
欧米消費の弱さを反映



銅2割安 中国、しばむ期待

米金利逆転 42年ぶり長さ

海運値崩れ 欧米向け鈍る

日経 5/31

日本株、海外勢最速の買い

12週累計6兆円、業績改善に期待

先物は利益確定の売り

海外投資家の日本株買いが続く。東京証券取引所が22日発表した投資部門別売買動向によると、海外勢は6月第2週（12～16日）に6414億円の現物株を買い越した。買い越しは12週連続で、買越額の累計は比較可能な2003年以降で最大だった。一方で先物に売りが出た。急ピッチな日本株買いは一旦落ち着くとの見方もある。

企業業績の改善期待など、手掛かりに買いが続く。買い越しの累計額は6兆円を超す。日本株で12週連続買い越しは、アベノミクス相場初期（12年11月～13年3月）の18週連続以来の長さだ。当

時の買越額は累計3兆7000億円で買いのペースは現在の方が速い。同様に構造改革への期待から外国人の買いが続いた08年の「りそな銀行救済」や、05年の小泉純一郎政権による「郵政解

散」の局面も上回る。海外の大手運用会社の間では、日本株投資を直す動きが続く。仏運用大手アムンディは6月の投資判断で、日本株について「ニュートラル（中立）」と前月までの「ネガティブ（弱気）」／「ニュートラル」から引き上げた。

アムンディ・ジャパンの石原宏美株式運用部長は「米国のリセッション（景気後退）リスクから先進国株全般に警戒する。だが日本株は相対的にポジティブだと話す。グローバルな議論では資本効率の是正といった企業統治改革への期待のほか、底堅い景気や脱ア

フノイ氏は一資源輸入国の日本は、エネルギーや資

料視されたという。

英運用大手フィデリティ・インターナショナルも日本企業の経営環境の良さに注目する。世界の自社アナリスト100人以上に聞いた担当業種の経営者のセンチメント（景況感）は、日本だけ改善傾向を示した。

背景にあるのが、原材料高やサプライチェーンの制約といったマイナス要因の緩和だ。「業績改善を通じた株高が期待できる」。フィデリティ投資の王子由賢中東イレクター・オブ・リサーチは「日本株優位の展開を予想する。」

中長期的な日本企業の競争力を評価する声もある。英インパクス・アセット・マネジメントのポートフォリオ・マネジャー、マニッシュ・ビシエ氏は「一資源輸入国の日本は、エネルギーや資

源の利用を効率化する手法で長年最前線に立ってきた」と指摘する。

その上で、環境負荷の低減や持続可能な経済活動が一段と求められ「この長期のトレンドを利用できる日本企業は多い」と分析する。投資機会が増えることに加え、3月に東京に拠点を新設し企業調査を本格化した。

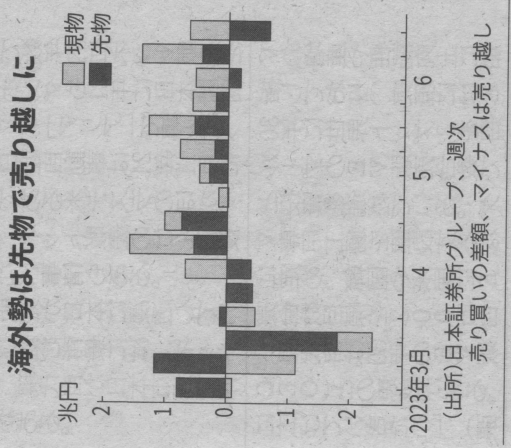
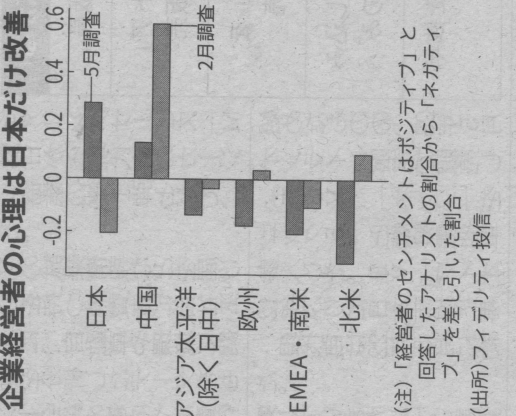
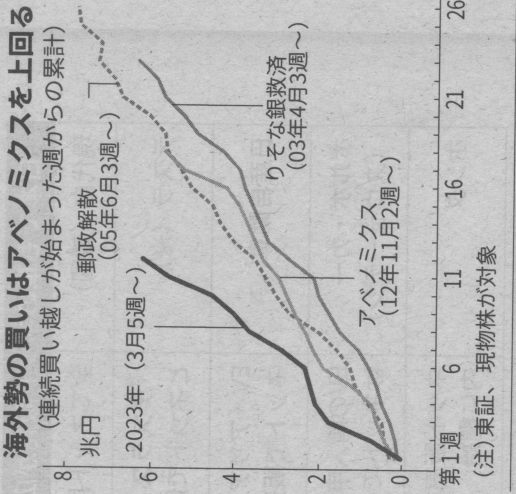
海外勢の買い越し姿勢は、中期的な高値のメドを見極める上で焦点となる。アベノミクス期は約2年半で買越額が21兆円程度に達した。

J.P.モルガン証券の西原里江チーフ株式ストラテジストは、過去の株高局面で海外投資家の日本株保有比率が1%ポイント前後改善したという経験に注目。「いまの日本株ラリーを当時に匹敵すると海外勢がみなせば、約50兆円の買いが見込まれる」と分析する。

もっとも先物を見る。海外勢は6月第2週に売り越しに転じた。売越額は6572億円で現物の買越額を上回る。

日経平均株価は前週まで10週連続で上昇し、株価は23%切り上がった。急ピッチな株高には息切れ感も出てきた。日経平均株価は22日、前日比3.10円（1%）安の3万3264円に引けた。前週末比では1%安い。

「売りの方が多い日も目立つ。ベジティブアクトなど海外の足の速いマネーは一旦降りてきている勢もある」と、T&D



アセットマネジメントの酒井祐輔シニア・トレーダーはこう話す。22年末から日本株に買いを入れていたという欧州運用会社ナテイクス・インベストメント・マネージャーズは5月、日本株への投資を強気か

ら中立に引き下げた。一部で利益を確定させるタイミングだと判断した。日銀の緩和修正も意識した。「長期金利と円の上昇は短期では相場の変動性を高め、株式市場の重荷となる」（グローバ

ル・マーケット戦略責任者のアブルック・シエウアン氏）日本企業の業績を支える米国の景気には、減速の懸念が拭いきれない。急伸する日本株への警戒感が生まれつつある。（今堀祥和）

セゾン投信直販から転換

セゾン投信は創業者である中野晴啓会長が退任する人事を決めた。「積立王子」と呼ばれたカリスマが退場を強いられた背景には、直販で地道に残高を伸ばすことにこだわる中野氏と、金融機関との連携などにカジを切りたい親会社クレディセゾンの林野宏会長の対立があった。販売会社の利害を優先する投信販売に一石を投じた直販モデルへの逆風が強まっている。

林野会長は日本経済新聞の取材で「(セゾン投信は)直販を中心とした販売方針を転換する必要がある」と語った。「クレジットカードの顧客基盤や金融機関との提携を生かし、販路拡大に取り組み」とも述べた。林野氏がメディアに発言するのは中野氏の退任が決まってから初めてだ。

「積立王子」中野会長退任へ



セゾン投信の中野会長(写真右)とクレディセゾンの林野会長

セゾン投信は勉強会やセミナーを通じて地道に顧客を獲得し、証券会社や銀行を介さずに投資信託を販売する「直販」を中心に残高を増やしてきた。純資産残高は2022年末時点で5000億円超と15年末の約1400億円から4倍近く拡

拡大路線の親会社と対立

大。中野氏の投資哲学や運用手法に賛同する投資家が集まり、足元の口座保有者数は15万人に上る。

着実に成長してきたセゾン投信だが、林野会長の目には「スピードが遅すぎる」と映ったという。競合他社は急速に残高規模を拡大しており、林野氏が意識するSBI証券の投信預かり資産残高は23年3月末時点で約7兆円と15年3月末から6倍に増やした。楽天証券の国内外の上場投資信託(ETF)を除く投信残高も22年末時点で約4兆円となった。

中心のセゾン投信は苦戦が予想され、危機感が高まっていた。

もともと、積み立て投資の普及に尽力してきた中野氏の退任を惜しむ声は多い。「さわかみファンド」の創設者である沢上篤人氏は「一緒に直販をがんばってきたので退任は残念だ」と語る。楽天証券経済研究所の篠田尚子ファンドアナリストは「ゆっくりだが確実に顧客の信頼と残高を積み上げてきた」と話す。

系列の運用会社に対し、顧客との「顔の見えない」とされる。だが、顧客との「顔の見えない関係」を重視する中野氏の販売手法に賛同した投資家がどう動くかは読みづらい。日興リサーチセンターの推計によると、6月は5日までの3営業日で約1億円の資金がセゾン投信から流出した。これが基調的な動きになるかは不透明だが、資金流出への警戒はセゾン投信内でも強い。

野氏はかねて「顧客本位で信頼関係を結べば、相

場の下落局面で急激な資金流出が起きず、長期資産形成を支えることができる」と語ってきた。

06年のセゾン投信の創業当初は林野氏も同意して「資産形成ビジネスに新風を吹かせよう」とバックアップしていた。ところが、事業を成長させていくなかで、いつの間にか販売方針をめぐり埋めがたい溝が生まれていた。

中野氏の退任後もセゾン投信の運用方針は変わらないとされる。だが、顧客との「顔の見えない関係」を重視する中野氏の販売手法に賛同した投資家がどう動くかは読みづらい。日興リサーチセンターの推計によると、6月は5日までの3営業日で約1億円の資金がセゾン投信から流出した。これが基調的な動きになるかは不透明だが、資金流出への警戒はセゾン投信内でも強い。

(日高大、四方雅之)

運用会社が自社で投資信託を販売する「直販モデル」が試練を迎えている。業界の直販比率は1%を下回っており、新しい少額投資非課税制度（NISA）でさらなる苦戦が予想される。創業者の中野晴啓会長が退任する人事を決めたセゾン投信は、親会社のクレディセゾンのもとで販売会社経由の拡販路線にかじを切る。（3面参照）

国内では主に証券会社や銀行などの販売会社が投資信託を販売している。投資信託協会によると、公募投信の販売形態別純資産残高は、2022年末時点で証券会社と銀行の割合が99%を超える。一方、直販の割合は99年末の4.25%から足元では0.7%まで低下している。

24年から新NISAが始まれば、直販はさらに縮小する可能性がある。現行のNISAと同様、新NISAでは一つの金融機関でしか専用口座を

新NISA、投信直販に試練

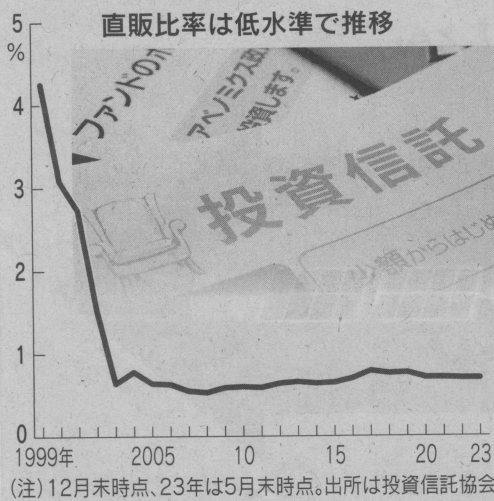
K 6/22

直販比率1%未滿続く

開設できないためだ。品目が多すぎれば直販中心の運用会社に不利だとの見方が少なくない。

「貯蓄から投資へ」の動きが加速するなか、商品数が少ない直販中心の運用会社は苦戦が予想されている。

NISAでは年間投資枠が定められており専用口座の管理が必要になる。複数口座を一元的に管理することは実務的に難しいことから「1金融機関1口座」とされたが、方針転換する。



セゾン系は販社経由に転換

「ひふみ投信」を運用するレオス・キャピタルが直販の運用会社としてワークスも金融機関経由の販売に力を入れている。12年にSBI証券で「ひふみプラス」の販売が始まってからは外販向け商品が資金流入をけん引し、22年末時点での運用資産残高は15年末の10倍にあたる約9700億円に拡大した。残高に占める直販商品の割合は足元で20%を下回る。

レオスは20年にSBIホールディングス傘下となり、今年5月には社名を「SBIレオスひふみ」に変更すると発表した。これまで独立系を標榜してきたが名実ともにSBIホールディングスの傘下に入り、直販と同時にSBI証券などの金融機関を通じた販売で残高を伸ばす。

直販では販売会社の取り分がなくなる分、手数料を低く設定できた。かつてはコストの低さが投資家に評価された。2000年代にはさ

■セゾン投信「積立王子」が実質更迭

真相深層

セゾン投信が創業者の中野晴啓会長の退任を公表後、親会社のクレディセゾン首脳と中野会長がともに「販売戦略の違い」による更迭だったことを認めた。浮き彫りになったのは親会社が投資信託運用会社の戦略や顧客の資産形成に影響を与える「親会社問題」だ。

高い手数料を取る金融機関を通さず、顧客に直販するセゾン投信を中野会長が設立したのは2006年。採算を不安視する親会社内で林野宏会長は「正しいことをやろうとしている」と支えた。旗艦投信「セゾン・グローバルバランスファンド（SGBF）」は販売手数料ゼロ。顧客の保有コストである信託報酬も当時の業界平均の半分とした。中野会長は年に百数十回も各地で「長期・積み立て・国際分散投資」の重要性を訴え続け、端正な容貌から「積立王子」とも呼ばれるようになった。顧客は15万人、総資産は約6500億円に拡大した。

「直販から転換」だが株式の6割を握るクレディセゾンの林野会長には歩みが遅く見えた。4月5日、中野会長を呼び28日の株主総会で解任を通告した。林野会長は日本経済新聞の取材に「直販を中心とした販売方針を転換、ク

レジットカードの顧客基盤や金融機関との提携を生かし、販路拡大に取り組み」と理由を述べた。親会社が子会社の経営に口を出すことは理屈上はおかしくない。しかし金融機関の「フィデューシャリー・デューティ（顧客本位の業務運営）」という面では大きな課題がある。顧客の資産形成に悪影響を与える可能性があるからだ。投信の重要な指標の

ひとつに、投資家全体の実際の損益を表す「保有者損益（インベスタリターン＝IRR）」がある。上昇期に高値買いで下落局面に慌てて売る投資家が多いと、当初から継続保有した場合のトータルリターン（TR）に比べてIRRは悪化する。SGBFの設定来のIRRは5月末時点で、投信そのものの運用成績であるTRを大きく上回る。中野会長の哲学に共感して価格の急落時にも積み立てで買いつけた投資家が多いことが平均的な買値を下げ、高いIRRをもたらし、運用者への「ロイヤルティ」が、投資家の利益を底支えてきたといえる。

投信経営への信頼揺らぐ

セゾン・グローバルバランスファンドに月3万円積み立て投資した成績



セゾン投信の中野晴啓会長

親会社の「重し」顧客本位に影響

今回の退任劇で投信業界が抱える共通の課題（同行幹部）の声も聞かれる。中野会長は日本経済新聞の取材に「クレディセゾンに対し、セゾン投信の事業買取りの申し出を検討している。資金の出し手として名乗りをあげるファンドもある」と明かした。

もちろん現時点では中野会長は詳細を明らかにしておらず、クレディセゾンが応じる公算も小さく、親会社問題を抱えたいの見方が大半だ。しかし「親会社問題を抱えたままでは真に顧客本位の運用会社をつくれな

い」という中野会長の言葉は、運用会社の現状に重い問いを投げ掛ける。来年からは資産所得倍増を狙い少額投資非課税制度（NISA）が大幅に拡充される。同時に強化が急がれるのは金融機関の顧客本位のあり方だ。（編集委員 田村正之）

変化迫られるスイス銀

マ 5/24

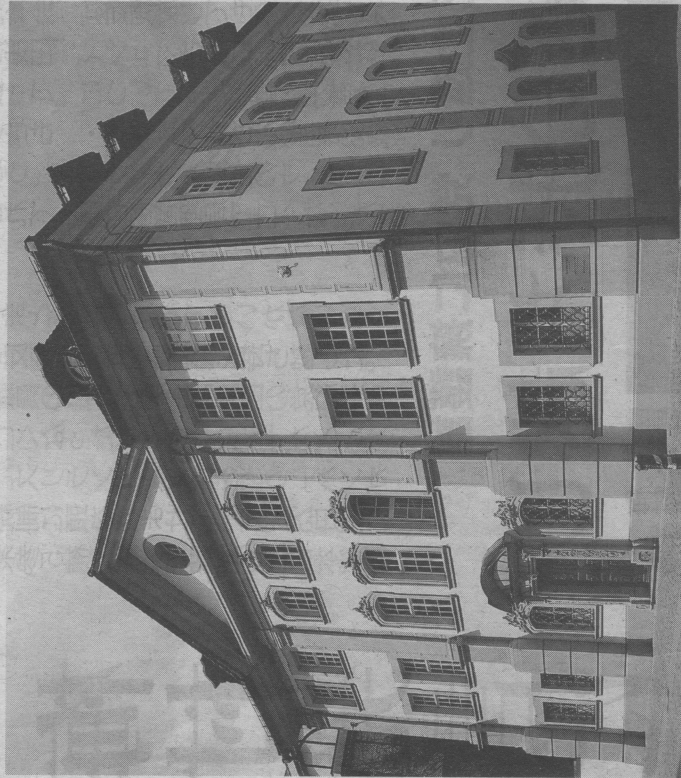
クレディ救済劇を追う 下



クリストフ・ラ
イヒムート社長

金融立国・スイスの銀行業界で、古き良き伝統を最も色濃く残すのが、小規模、家族経営で富裕層の資産運用を専門とするプライベートバンクだ。中でも、経営陣が無限責任を負う経営形態の銀行は

「プライベートバンカー」と呼ばれて区別され、「生粋のプライベートバンク」とされる。スイスの金融界を支えるそんな銀行の一つを訪ねた。チューリヒの南西約50キロに位置するルツェルンに、「プライベートバンカー」ライヒムートの本店がある。石造りの重厚な建物だが、邸宅のようなたたずまいで銀行のようには見えない。芝生に囲まれ



スイスの「プライベートバンカー」ライヒムートの本店
（上）スイス中部ルツェルンで4月28日

富裕層向け中小銀 廃業相次ぐ

毎日 (5/24)

た産を通り小さな玄関扉を開ける。簡素ながら高級感ある応接間が広がっていた。

ライヒムートは、1996年創業と「プライベートバンカー」の中では最も歴史が浅い。カール・ライヒムート氏とその息子、クリストフ氏が創業した。カール氏は、クレディ・スイスに長く勤務した経験を持つ。「父は、取売方にものをいわせて既成の金融商品を売りさばく米英型の経営に疑問を感じていた。私も起業を旨指しており、スイスの伝統である顧客本位を維持しながらも革新的な部分を持つ銀行の創業を思い立った。

引退したカール氏を継いで社長を務めるクリストフ氏は、そう話す。

現在、顧客は8000人超。スイスやドイツ、英国が中心で、アジアは今のところいらないという。クリストフ氏は「誰でも取引ができます」としつつも「200万スイスフラン(約3億円)以上の金融資産を持つ顧客が多い」と話しており、やはり富裕層に限られるようだ。

クリストフ氏ら経営陣3人は、経営破綻の際には個人資産を弁済に充てる無限責任を負う。「無限責任は古臭いかもしれないが、私たちがリス

クを負っていることで顧客は安心する。無限責任は信頼関係をさらに深めるのに役立っている」と胸を張る。

ライヒムートでは、顧客の家族構成や資産状況など詳細を把握したうえで、それぞれに合った資産運用や投資を提案する。クリストフ氏は「顧客は私たちの姿勢を見ている。無限責任を負っている私たちは慎重を期し、投機的な運用はしない」と説明する。クレディ・スイスの経営危機については、「彼らはスイス国内の経営は慎重だったが、海外でリスクを負いすぎた」と分析する。

局によるスイスの銀行、ウエゲリンの告発だ。02年から10年にかけて、米国の納税情報開示義務を履行していない米顧客の口座を開設したとして米当局が脱税ほう助で告発。ウエゲリンは13年10月、弁償金や罰金など計5780万ドルを支払うことに同意したが、廃業を決めた。

ウエゲリンは1741年設立のスイスでも最古の「プライベートバンカー」の一つで、この事件をきっかけに廃業したり業態を変えたりする「プライベートバンカー」が相次いだ。法的なリスクや訴訟、規制対応のコストは跳ね上がっており、クリストフ氏は「私たちは比較的規模が小さいが、規模が大きくなればなるほど経営者個人が負うリスクも大きくなった」と語る。

変化を迫られているスイスのプライベートバンク。ただ、数こそ減ったものの世界的な株高などで、管理する資産の総額は増加傾向にある。「無限責任」といったスイス金融業の伝統を守りながら、運用面では風力や太陽光発電分野への投資など革新性を追求していきたい。クリストフ氏は、そう話す。

【ルツェルン(スイス中部)で宮川裕章、写真も】

規制強化 秘密主義に逆風

スイス金融業の伝統を受け継ぐプライベートバンクだが、取り巻く環境は厳しい。90年代に300行を超えていたが、現在は92行に減少。なかでも、ライヒムートのように無限責任制を貫く「プライベートバンカー」は17行から5行に減った。背景には、テロ資金や犯罪収益などのマネーロンダリング(資金洗浄)や国境を超えた脱税をあぶりだすため、国際的な資金の流

れに対する監視が強まったことがある。

かつてスイスでは34年に施行された「銀行法」で、顧客情報の第三者への提供が禁じられていた。このため、財産の詳細を知られたくない世界の富裕層がスイスの銀行を利用した。「ナチスの金塊が預けられている」「暗殺者の報酬の振込口座がある」……。小説や映画で増幅されたその秘密主義は神秘性を高め、ス

イス金融業のブランド確立に一役買った。

しかし、2011年の米同時多発テロなどを背景とした国際的な規制強化で、伝統的なルールの維持は難しくなった。米政府は08年、顧客の脱税をほう助した疑いでスイス最大手のUBSを告発。スイス政府はこれを受け、銀行の顧客情報を米国に提供した。

そうした変化のなかで特に影響が大きかったのが、米当

クレディ「米国流」あだ

1面からつづ

アルプスなど険しい山々に囲まれた小国・スイスにとって、金融業は経済を支える柱の一つとなってきた。どの陣営にもくみしない永世中立国という強みと口の堅さをモットーに、世界中の富裕層らの資産を受け入れて発展してきた。そんなスイスの金融業を代表する存在の一つが、クレディ・スイスだった。

ただ、バイデマン氏はこれも指摘する。「スイスの銀行は伝統的に大きなリスクを取らず、慎重な経営で今の地位を築いてきた。銀行員は控えめで堅実を美德とし、それはスイスの国民性そのものだった。だが、クレディ・スイスはそんな伝統的な銀行経営から逸脱した。それに不満を持つ国民は多い」

実際、スイス国内でクレディ・スイスを見る目は冷ややかだ。

クレディ・スイスのリーマン会長は3月19日、UBSによる買収を発表した記者会見で「米国で始まった出来事が最悪のタイミングで直撃した」と弁明した。だが、ザンクト・ガレン大金融研究所のエコノミスト、シユテファン・レッゲ氏は「金融不安は最後のとどめにすぎな

い。これまでの経営のゆがみがこの結果を招いた。スイスの銀行が積み重ねてきた名聲、信用に傷をつけた罪は重い」と手厳しい。

「経営のゆがみ」を招いたものとは何なのか。レッゲ氏は「米国流経営を取り入れ、短期的な利益をめざすようになったこと」を要因に挙げる。

スイスの金融業は、富裕層の資産管理を専門とする家族経営のプライベートバンクを中心に発達した。倒産の際には経営者が自らの財産を充てて損失を弁済する無限責任が原則で、株主ではなく顧客と向き合い、リスクを避け、堅実に利益を重ねる独特な経営スタイルで知られた。そんな業界で、株式会社として株主を重視し、常に高い利益を追求する米国流の経営手法を導入したのがクレディ・スイスとUBSだった。

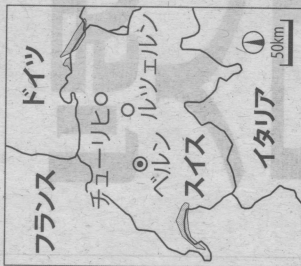
投資注力が裏目

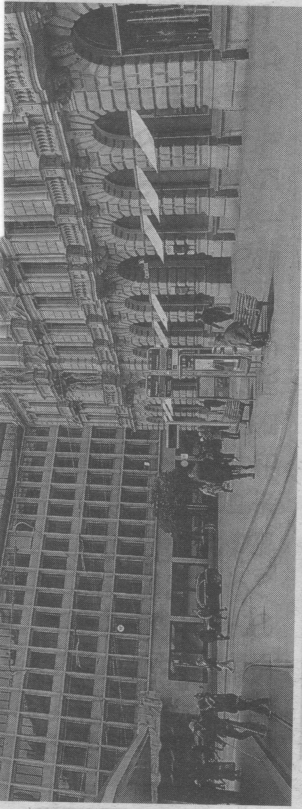
クレディ・スイスは1978年、米国の有力な投資銀行アーストポストンと提携。88年には事実上買収し、投資部門に注力した。UBSも投資業務を拡大し、自らのヘッジファンドでリスクの高い投資に乗り出した。

市場規模が小さいスイスを飛び出し世界に進出した行だったが、最初につまずいたのはUBSだった。米国の低所得層向け高金利住宅ローン「サブプライムローン」問題に端を発した金融危機で、2008年に日本

円で数兆円規模の巨額の評価損を計上。スイス政府が60億スイスフラン(当時のレートで約5300億円)の公的資金を注入し救済した。UBSは事業の抜本的見直しを迫られ、投資部門や市場部門を縮小し富裕層向けの資産運用業務に回帰した。

一方、クレディ・スイスは自力で危機を乗り切った。だが、金融業界では、その時傷が残ったことが今回の危機の伏線になったとの見方が多い。クレディ・スイスはその後も投資銀行業務にのめり込んだ結果、2年に米投資会社アルケケス・キャピタル・マネジメントとの取引で巨額の損失を計上し、業績が悪化した。22年6月には、麻薬組織のマネーロンダリング(資金洗浄)を阻止できなかったとし





クレディ・スイス本店(右)と隣接するUBSの建物
= スイス北部チューリヒで4月

てスイス連邦刑事裁判所から有罪判決を受けるなど不祥事も相次ぎ、信用力を落としていった。

米国流経営で、ハイリスク・ハイリターン取引に突き進んだクレディ・スイス。経営陣は、リスクの高い投資に失敗しても自社の損壊が大きい。最後は政府が救済してくれる、と甘く考えていたのではないかと、ルツェルン大スイス経済政策研究所のマルティン・モスラー財政政策部長は、そう指摘する。

クレディ・スイスの総資産はスイスの国内総生産(GDP)の約7割に相当し「大きすぎて潰せない」という状況が企業統治の緩みをもたらしたと見る。

クレディ・スイスを買収したUBSはさらに巨大になり「大きすぎて潰せない」ところからスイス一国で救済できるレベルではなくなった(モスラー氏)。

合併後の従業員数は、スイス国内だけで3万7000人を超え、事業と人員の整理が課題だ。現場では不安が広がる。スイ

スの銀行従業員で組織する「スイス銀行員組合」のナタリア・フェラーラ書記長は「クレディ・スイス、UBS合わせて約1万人の削減が予想され、従業員は今、不安の中にいる。スイス経済はそれだけの雇用を吸収できない。年末までの人員削減を避けるよう経営側への請願書を集めている」と語る。

国民は冷ややか

だが、雇用への懸念とは裏腹に、スイス経済における金融業の位置付けは近年、変化している。スイス紙「リック」によると、スイスのGDPに占める銀行業の割合は、リーマン・ショックのあった08年以前の約8%から5%に低下。代わって新たな成長の原動力となっているのが製薬、化学産業、技術革新を背景に成長が続き、GDPに占める割合も6.3%と銀行業を超えた。ザンクト・ガレン大金融研究所のレッゲ氏は「利益を生み出すこと、価値を創造することは異なる。巨大銀行の経営者たちは、銀行そのものがそれだけの技術革新を達成し価値を生み出したかを顧みるべきだ」と批判。「スイスの銀行は堅実な伝統に回帰する必要がある」と語る。

地元の大企業の末路をチューリヒ市民はどう見るのか。エッシャー像前の停留所で路面電車を待っていたIT企業研究職のアレックス・アンティスさん(30)は「不祥事と経営の失敗を繰り返した経営陣に対する怒りはある」としつつも「クレディ・スイスの興隆と衰退は、国際経済とスイス経済の變化を映し出した歴史の二コマに過ぎないのかもしれない」と冷やかな口調で話した。

「混乱防いだ」専門家評価

スイス政府が主導したUBSによるクレディ・スイスの救済。欧州の経済学者、エコノミストは今回の救済劇をどうみているのか。

オランダ・アムステルダム国際金融学部のエンリコ・ペロツティ教授は「救済しなければ、クレディ・スイスは破綻していた。社債や株式すべてが無価値になり、混乱の拡大で欧州や世

界の金融システムが不安定になる恐れがあった」と指摘する。

英シンクタンク「経済・ビジネス・リサーチ・センター」(CEBR)予測分析部門長のカイ・ノイフェルト氏も「スイス政府が迅速に対応し金融市場の混乱を抑えたことで、スイスの信用に對するダメージは最小限で済んだ」と評価する。

一方、今回の救済劇では、クレディ・スイスが発行した「AT1債」と呼ばれる社債180億スイスフラン(約2兆4500億円)分を、UBSの金融当局が無価値とする決定をし、損失を被った投資家の反発を呼んでいる。

通常、企業が経営破綻した時には社債より株式の方が先に無価値となる。今回の場合、クレディ・スイスの株はUBS株と交換できるため無価値にならない。AT1債は無価値にならない。AT1債は、金融機関が自己資本を充実にするために発行するもので、利回りが高い代わりに経営危機の

際には優先的に損失処理に充てられる特殊な社債だ。損失発生時のリスクは織り込まれているはずだったが、実際にこれほどの規模で無価値になることは投資家も想像していなかったとみられる。ペロツティ教授は「各国の規制当局がこれまで、投資家に損失を負担させる判断を回避してきたため、AT1債は『安全な債券』という認識が市場で広がった。スイス当局の今回の措置は、高利回りのAT1債が持つ機能とリスクを市場に改めて知らしめた点で評価できる」と話している。【チューリヒ(スイス)で宮川裕章、写真も】