



銀行セクターは劣後債が魅力的



2022年2月10日



スティーブ・ハッシー(写真)

アライアンス・バーンスタイン・リミテッド
金融機関クレジット・リサーチ責任者

ヴィヴェック・ボミ

アライアンス・バーンスタイン・リミテッド
欧州債券運用 ヘッド 兼
欧州クレジット及びグローバル・クレジット運用 ディレクター

新型コロナウイルスによって世界中の銀行が大きな打撃を受けるのではと悲観する見方もあったが、こうした予想とは裏腹に銀行のバランスシートは世界金融危機(GFC)以来、最も健全な状態にある。この驚くべき結果は、銀行の劣後債に投資する者にとって、特に朗報である。

GFC以後、規制当局が資本規制を厳格化したことにより、世界中の銀行はバランスシートの再建を余儀なくされた。そして15年近く経った現在、銀行のファンダメンタルズはピークの水準に達している(次ページの図表1)。

自己資本Tier1(BISの記事『[Definition of capital in Basel III - Executive Summary](#)』(英語)ご参照)の自己資本バッファは、過去最高の水準に近づいており、資産のクオリティ(不良債権比率により測定)は極めて健全である。また、かつてない規模の資金が中央銀行(特に欧州)によって市場へ供給されているほか、大量の顧客預金の流入、借入需要の停滞等の要因があいまって、バランスシートの流動性も大きく高まっている。

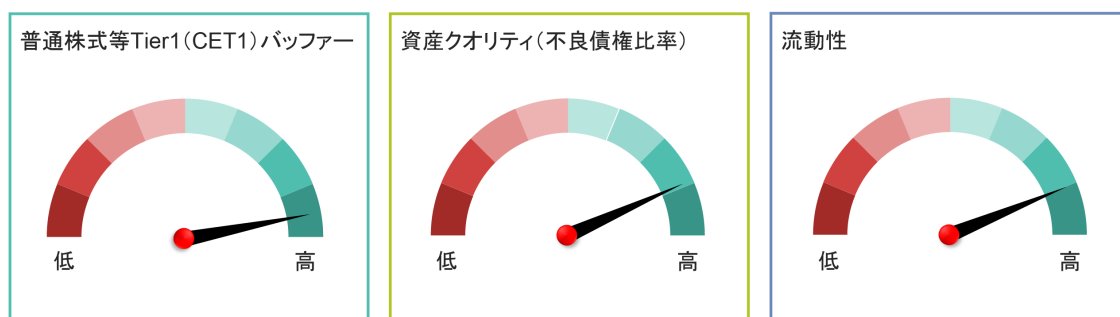
銀行の信用格付はコロナ危機以前の水準に戻っており、格付機関が格付手法を微調整し、さらに引き上げられる可能性もある。アライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)は、今後、銀行が資本の一部を株主に還元

当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーのCONTEXTブログを日本語訳したものです。オリジナルの英語版は[こちら](#)。

本文中の見解はリサーチ、投資助言、売買推奨ではなく、必ずしもアライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)ポートフォリオ運用チームの見解とは限りません。本文中で言及した資産クラスに関する過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

当資料は、2022年1月24日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン・エル・ピー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した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。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。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後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。当資料中の格付けは特に記載のない限りABの定義に基づきます。当資料中の個別の銘柄・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・バーンスタイン及びABはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

【図表1】 銀行のバランスシートは3つの主要指標を見ても、非常に健全であることが分かる



例示のみを目的としています。今後変更される可能性があります。
2021年12月31日現在
出所: AB

し、バランスシートの健全性が低下すると予想するが、それでも銀行の自己資本は十分な健全さが維持され、社債投資家を強く後押しする状況が続くと考えている。

政府介入が多大な助けとなった

大多数の銀行が、財務的に良好な状態でコロナ危機を迎えたが(以前の記事『[Can AT1s Survive Coronavirus?](#)』(英語)ご参照)、政府及び中央銀行の介入も決定的な役割を果たした。大規模な支援プログラム及び景気刺激策のパッケージにより、多くの企業や個人は、コロナ禍によって最悪の状況に陥ることを回避できた。その結果、先進国の銀行に対する圧力は緩和された。

これに基づけば、銀行が2020年に計上したコロナ関連での多額の貸倒引当金は、今となっては過度に保守的なものと思われ、一部の引当金はすでに戻し入れが始まっている。銀行は、2022年及び2023年に貸倒れが増加する可能性もあるが、こうした事態に対し、銀行は引当金をすでに計上しており、十分な備えをしているように見える。そして、これまでの経済予想が継続的に上方修正されていることを考えれば、何かが起こったとしても、2022年後半にはさらに引当金を戻し入れる余地があるだろう。

社債投資家は恩恵を受けるだけではなく、同時にいくばくかの脅威にも直面する

低金利、競争加速、情報技術(IT)投資コストの負担増、(短期的な)貸倒引当の制約を受け、株式の収益性は依然弱含みであるが、金利上昇局面への移行が銀行の収益の押し上げ要因となるであろう。しかし、銀行の社債投資家にとって、収益性が銀行の資本増強能力に影響するものでない限り、さほど重要ではない。

社債投資家にとって主要な関心事は、キャピタルロスから守る資本バッファーの強さなのである。そして、現在の銀行の極めて健全なバランスシートを踏まえると、偶発転換社債等の劣後社債のバリュエーションは魅力度が高く、特にAT1債(その他Tier1債)に着目している。

銀行の社債投資家は、コロナ後の世界においても追加的な恩恵を受け続ける。例えば、GFC時代の負の遺産であった問題のほとんどは解決済である。規制当局のストレステストはより信頼性の高いものとなり(現在は気候変動リスクも加味される)、GFC以前に比べ安心感が増している。また、銀行間の合併・買収に対する当局の支援拡大(特に欧州)も期待でき、銀行の強化及び社債投資家の保護強化につながるであろう。

さらに、銀行のビジネスモデルはより多角化しており、手数料ビジネスの比重が高まっている。また、よりグリーンなビジネスモデルへ向かう世界的なトレンドは、収益性の高い融資機会を増加させるであろう。

一方で、銀行の社債投資家は、新しい脅威にも直面している。銀行は、余剰資本と見なされるものを、配当や自己株式取得という形で株主に還元しようとするだろう。この動きは、米国の銀行でより顕著になるとと思われる。ABは、これによりCET1(普通株式等Tier1)バッファーがやや縮小すると予想するが、最低必要水準に近づき過ぎる程に自己資本を損なうことは、規制当局が容認しないであろうと考える。

次に到来するかも知れない危機では、銀行にとってより対応が困難なものになる可能性がある。各国政府はパンデミック中、桁外れの政策サポートを提供してきたが、将来の緊急事態においてもこれ程気前良く対処できるかは疑問である。また、テクノロジーの発展は利益を生み出す一方、新たな競争を引き起こす。今のとこ

ろ、銀行は新規参入しようとする新たな事業者を上手くかわしてきているが、こうした流れは依然としてリスクの1つと認識している。最後に、大規模なサイバー事件の可能性は、引き続き重大かつ数値化できない脅威となる(図表2)。

しかし、今のところ、主要なリスクの大部分は中期～長期的なものであり、社債投資家をわずらわせる可能性

は低い。ただし、これは、2022年が順風満帆となることを意味するわけではない。ABは、この1年がより変動の大きい年となり、社債投資家にとっては2021年よりトータル・リターンが低くなる可能性もあると予想している。それでも、特に銀行劣後債からの高い収益機会は、依然として非常に魅力的である。

【図表2】 グローバルな金融機関にとっての、強み、弱み、機会及び脅威(SWOT)

強み

- + バランスシート(自己資本バッファー、資産クオリティ、資金調達力及び流動性)
- + 規制及び政府による支援(銀行そのものに対するもの及び経済全般に及ぶものの両方)

弱み

- + 時代遅れとなったシステムは、アップグレードすることも難しく、新規参入してくるフィンテック競合企業の台頭に対応することは困難
- + 複雑な環境、社会、ガバナンス(ESG)課題への対応の遅れ(例:スコープ3温室効果ガス排出量に関する適切な開示)
- + サイバーリスクへのエクスポージャー及び影響の受けやすさ

機会

- + デジタル化によって効率性、顧客維持、及び成長が変容する可能性
- + 銀行のM&Aにより商品・サービスラインを多角化できる。被買収企業の社債投資家は、より有力な親会社(銀行)の存在から恩恵を受ける
- + ESGは、より収益性の高い融資を推進する(例:クリーンエネルギーへの資金供与)

脅威

- + サイバーリスク
- + オルタナティブ・ファイナンスの拡大(例:プライベート・エクイティ、株式市場)
- + 中央銀行のデジタル通貨、暗号通貨、ステーブル・コインを含むデジタル・フィンテック

例示のみを目的としています。今後変更される可能性があります。
2021年12月31日現在
出所: AB

銀行の劣後債は説得力のあるレラティブバリューを提供

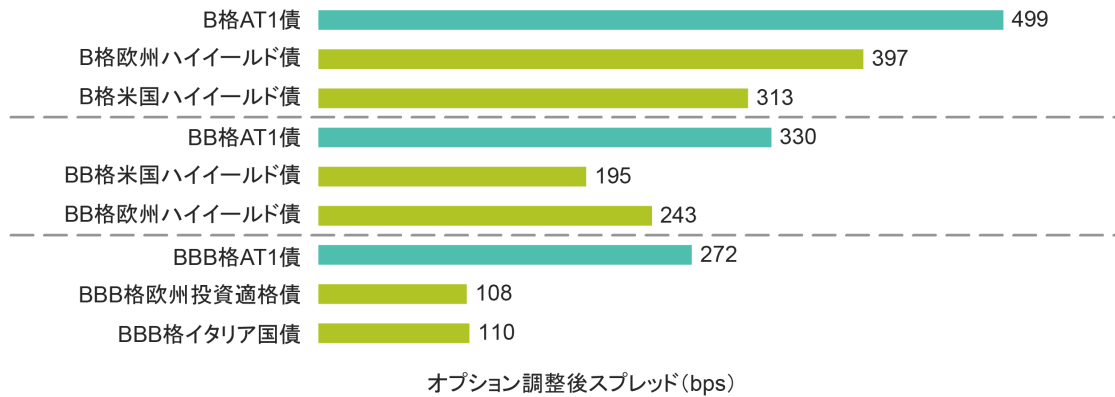
銀行のシニア優先証券及び非シニア優先証券の現在のバリュエーションは、すでに明るいニュースの多くを反映している。ABはさらに、欧州中央銀行(ECB)の融資助成金スキーム(TLTRO) ([ECBによるTLTROの説明](#)(英語)ご参照)の条件変更が予定されていることから、2022年内に欧州の金融機関からシニア債の発行が増加すると予想しており、シニア債の需給環境は良好さが後退する可能性がある。一方、劣後債の純供給額(新規発行から償還を差し引き)はゼロかそれに近い水準になると思われるため、良好な需給環境が維持され、その価格は引き続き魅力的なものになると見ている。特にAT1債は、同等のハイイールド債と比較しても目を引くものとなっている(次ページの図表3)。ABは、

より好調な欧州の銀行が発行するAT1債が、リターン最大化とリスク軽減の間の最適なトレードオフを提供する投資機会であると考えられる。

AT1債は一連の信用格付の各ポイントにおいてより高いバリューを示すのみならず、その具現化されたリスクも、銀行株式と比べて低い(次ページの図表4)。そして、過去5年間のハイイールド債のデフォルト率が年間3~4%だった一方で、AT1債が株式転換された例はなく、返済が繰り延べられたケースも数えるほどであった。

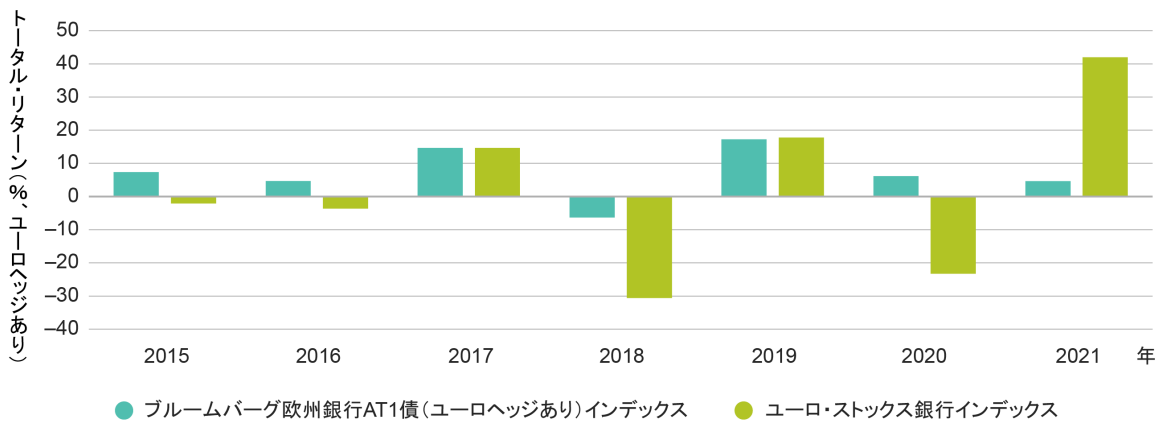
もちろん、これらの統計データは時と共に変化する。しかし、ABは、銀行のバランスシートがこれほど健全であることを考えれば、リスクバランスは劣後債に有利であると見ている。

【図表3】 AT1債の спреッドは、他の債券クラスより魅力的である
一連の信用格付にわたり、際立つ差異が見られる



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。
 欧州ハイイールド債及び米国ハイイールド債のデータは、ブルームバーグ欧州ハイイールド指数及び米国ハイイールド指数に基づいています。
 2021年12月31日現在
 出典:ブルームバーグ

【図表4】 AT1債は株式投資のより安全な代替手段となりうるか？
AT1債は、株式のアップサイドの大部分及び軽減されたダウンサイドリスクを捉えている



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。
 2021年12月31日現在
 出所:ブルームバーグ

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

<https://www.alliancebernstein.co.jp>

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。投資信託説明書(交付目論見書)、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、元金およ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。