



## 【臨時レポート】

**銀行セクターに関する現在の見方**

2023年3月中旬に米国とスイスで生じた銀行危機は世界の金融市場に大きな混乱をもたらしましたが、両国当局の迅速な対応を受け、市場は落ち着きを取り戻しつつあります。しかし、すべてが以前の状態に戻るわけではありません。一連の出来事が投資家にとってどのような意味を持つのか、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。

**市場は当初のショックから回復**

米国・スイス両国における迅速な危機対応が奏功し、2023年3月22日現在、世界の金融市場は安定を取り戻し始めています。銀行の株価は依然として危機発生以前の水準を大きく下回っていますが、回復の兆しを見せています。クレディ・スイス(CS)買収により最も大きな打撃を受けた、銀行劣後債の一種であるAdditional Tier 1(AT1)債も、わずかながら安値から回復しています。

しかし、米シリコンバレー銀行(SVB)の預金流出に端を発する今回の銀行危機は、銀行セクターの枠を超えた広範な意味を持つものです。まだ全体像が見えたとは言えませんが、何が変わったのでしょうか？投資家は何を見直すべきで、何を変えないべきでしょうか？

**銀行債: 当面の厳しい局面ではクオリティが重要**

米国の地方銀行は依然として預金流出のリスクにさらされていますが、当局の対応や時間の経過によって、信用不安はいずれ和らぐ可能性は高く、中小銀行に対する規制強化の動きも債券の安全性を高めるかもしれません。それでも、今回の危機は、このオンライン・バンキングの時代において、流動性問題がいかに速く大規模なパニックや預金流出につながり得るかを実証しました。これは、銀行債のリスクが恒久的に高くなっており、より一層の警戒が必要であることを示しています。一方、規制当局や政府・中央銀行は以前よりも迅速かつ効果的に連携して対応する方法を学んでいることも明らかになりました。

こうした環境下、グローバルなシステム上重要な銀行(G-SIBs)と呼ばれる大手銀行、中でもより強固な財務基盤やビジネスモデルを持つ銀行は、現在の不安定な状況乗り越えるのに最も適していると考えられることから、「質への逃避」の恩恵を受けて預金が集まっています。これらの銀行の債券、特にいかなる状況でも手厚い保護を受けるシニア債(返済優先順位の高い債券)にとっては、有利な状況となっています。

AT1債市場は、CSの160億スイス・フランにのぼるAT1債の無価値化を受けて当面は厳しい状況が続くと見られますが、いずれは安定化すると考えられます。CSの救済策では、従来の債務返済優先順位に反し、株式が価値を残した状態でAT1債が先に価値を喪失しましたが、これを可能にしたのはスイス政府が制定した特別法です。しかし、CSのAT1債がスイス法に準拠するのに対し、他のAT1債の圧倒的多数が英国及びユーロ圏の法律に準拠することに注目する必要があります。英国及び欧州の規制当局は、それぞれの管轄においてはAT1債が株式に優先することを再確認しており、これは時間の経過とともに市場の信頼回復に役立つはずですが、とはいえ、AT1債への投資では今後、債券の詳細な条件をより慎重に吟味するとともに、発行体である銀行における問題の兆候に迅速に対応することが求められます。

また、債券投資家が金融セクターにおけるポジションを見直す上では、シニア債を重視することに加え、国や発行体の分散が一層重要になると考えられます。ABの債券運用チームは、強固な自己資本と流動性を有する、各国市場におけるメガバンクを選好しています。通常は無担保社債とAT1債の双方で利回りスプレッドが拡大していることや投資家心理の全般的な悪化を踏まえると、劣後債から無担保社債にポジションをシフトする好機が生じる可能性もあると見ています。

現在の価格水準であれば、債券投資家は銀行セクターのポジションを大幅に引き下げることは避けるべきだと考えます。ほとんどの指標が、欧米の銀行の財務状況は非常に強固であることを示しており、市場不安が

後退すれば、割安なバリュエーションや良好なファンダメンタルズが追い風をもたらす可能性があります。健全な銀行が発行する債券は、依然として比較的安全な投資対象であるとABでは考えています。

### 銀行株: 金利動向の変化に注意が必要

規制強化や自己資本基準の引き上げが銀行に与える影響の全体像は、まだ明らかではありませんが、銀行株に対しては慎重な姿勢が必要です。今回の危機は、銀行の金利収入と資金調達コストの先行きに関する重要な問題を提起していると考えます。ABでは、市場の金利予想が今後、これまでよりも低くなると見えています。金利低下が銀行の収入を圧迫する一方、規制強化やリスク対応は資金調達コストを高める可能性があります。多くの銀行は十分な自己資本を備え、健全な資産や広範な預金網を有していますが、こうした潜在的な逆風を考えると、最近の株価下落をもって買いの好機と見なすことは困難です。

### 一般企業: 資金調達が新たな課題に

今回の銀行危機は、外部からの資金調達を必要とするすべての企業に困難をもたらします。特にキャッシュフローの創出が潤沢でない企業や、現在の収益よりも規模拡大を優先するビジネスモデルの企業にとっては厳しい状況になります。これに対し、設備投資や研究開発のための資金を自らのキャッシュフローでまかなえる成長企業は、より魅力的な存在になると思われます。

景気減速の影響を受けやすい脆弱な企業は資金調達難に陥る可能性もあることから、注意が必要です。投資家は、企業のバランスシートや資金調達に関する直接的・間接的要因を十分把握し、経営困難に陥るリスクの高い業種や企業を判別する必要があります。

### 規制・金融政策の広範な影響

今回の危機に対する当局の対応はまだ現在進行形であるため、経済への広範な影響は全体像が明らかになった時点で改めて評価する必要があります。それでも、欧米の金利が予想より早くピークを迎える可能性や、銀行規制の強化によって企業の資金調達コストが上昇する可能性は高まったと言えます。また、企業はプライベート・デットなど銀行融資以外の資金調達方法に頼る可能性が高くなっています。

長期にわたる超緩和的金融政策からの正常化には困難が伴うことは、もともと予想されていました。そして現在、この1年間で急速に引き上げられた金利水準が实体经济に大きな圧力をもたらしていることが明らかになりつつあります。多くの企業で、資金調達コストがビジネスモデルや収益性、極端な場合には支払能力すら脅かすレベルに押し上げられています。

景気後退に陥る可能性や景気悪化が予想以上に深刻化する可能性が高まっているため、ABでは、インフレが鎮静化していないにもかかわらず、米連邦準備制度理事会(FRB)が2023年後半には金利を引き下げる可能性が高まったと考えています。投資家は、こうした政策動向の変化やそれが市場にもたらす影響に十分注意を払い、また今回の危機の教訓でもある流動性への配慮も踏まえ、ポートフォリオを運用していく必要があります。

以上

\*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。

### 当資料のお取扱いにおけるご注意

当資料は2023年3月22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