

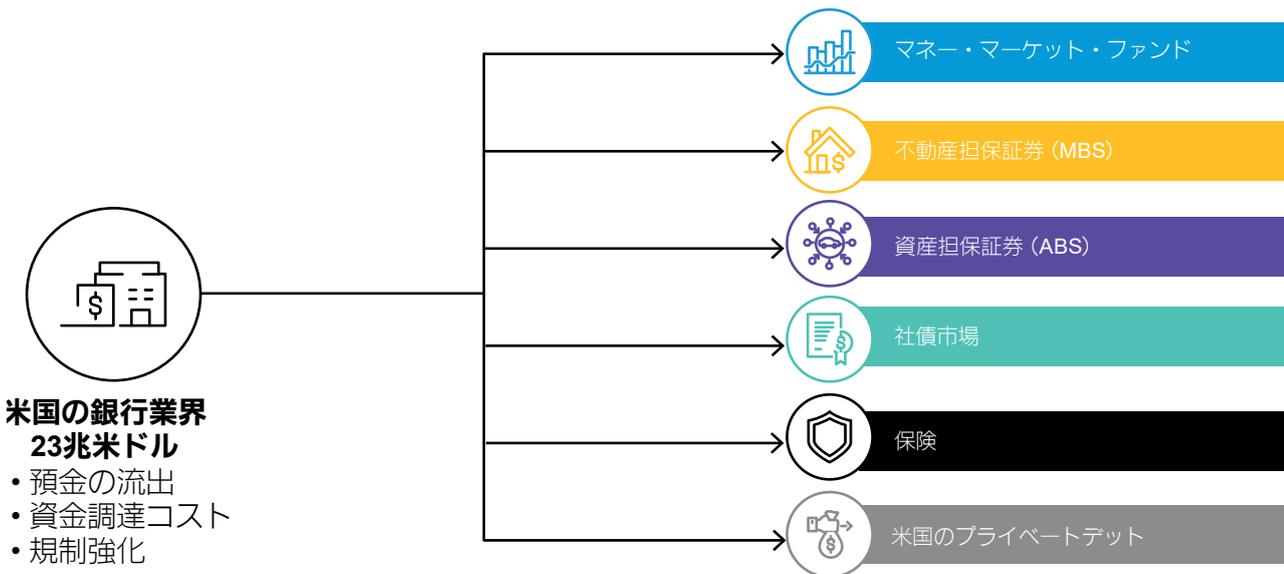
# 米国の銀行システムへのストレス：概要と投資機会

2023年には急激な金融引き締めや米国における銀行危機を受け、銀行の活動が再び縮小した。金利上昇、規制強化、景気後退懸念によって銀行に対する圧力が高まり、銀行業界は困難な問題に直面した。ABカーバル（以下、「当社」）では、こうした一連の動きやそれに伴う不透明感の高まりを受け、プライベート・クレジットへの投資機会が著しく拡大すると考えている。これらは慢性的な問題で、銀行が合理化を進め、今日の新たな事業環境に適応していく中で、解決には時間がかかりそうだ。本稿ではこれらの影響を詳細に検証し、足元で確認できる投資機会について考えてみたい。

米国の銀行システムは23兆米ドルの価値を持つ巨大なエコシステム<sup>1</sup>で、そのうち16兆米ドルを「システム上重要な銀行」に分類される上位28行が保有している。地方銀行は米国の商業クレジット市場の40%を占めており<sup>2</sup>、資本の制約、資金調達コストの増加、与信先の質をめぐる懸念といった様々な課題に直面している。その結果、融資の伸びは鈍化しつつあり、特に地銀をはじめとする銀行は担保付融資市場から手を引こうとしている。パーゼルIIIの最終化に関する提案は、銀行システムの強さや耐久性の改善を目指すもので、総資産が1,000億米ドルを超える米国の全ての銀行に影響を与え<sup>3</sup>、リスクアセットが増加する見通しだ。その結果、銀行にとっては資本要件が引き上げられることになる。

銀行は合理化を進め、資本コストが高まる新たな世界に適応せざるを得ないため、こうした慢性的な課題を解決するには時間がかかることが予想される。2024年には、銀行が貸し出しに消極的になるとみられることから、投資家にとっては、リスク/リターンを求める投資機会が、企業向け融資、商業用不動産、エネルギー転換、消費者金融など、さまざまなプライベート・クレジット資産クラスに広がると予想される。

## 銀行業界から資産が流出する見通し



出所: 米連邦準備制度理事会 (FRB)、2023年11月

1 FRB: 2023年11月

2 フィッチ・レーティングス: 2023年4月

3 提案内容は米国連邦官報 88 Fed. Reg. 64028 (2023年9月18日) に記載

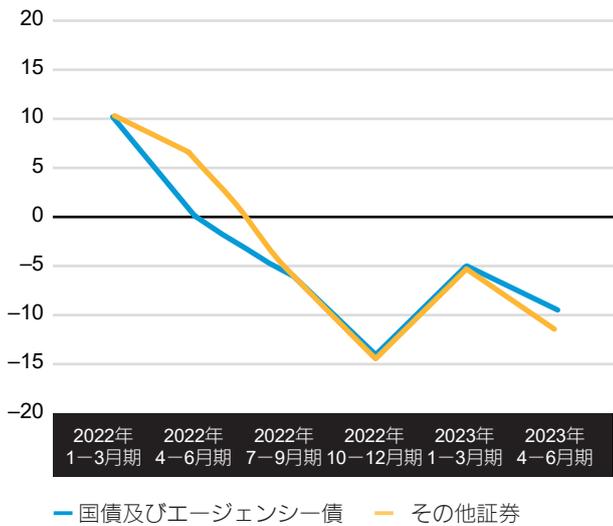
# 米国の銀行システムが直面する主な課題

## 預金の流出

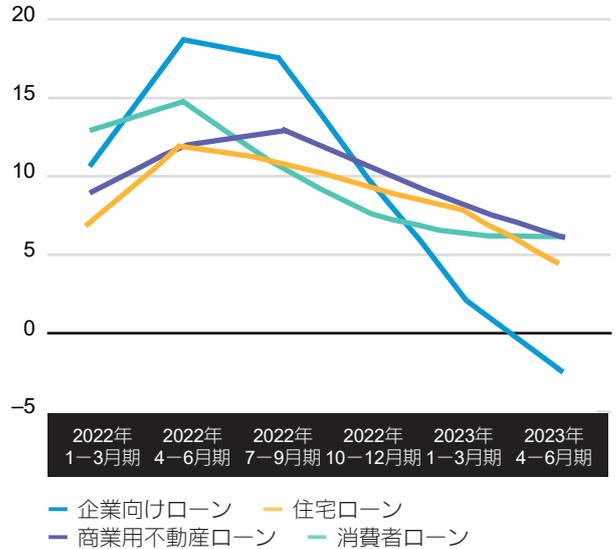
銀行は金利の急上昇を受けて預金が減少し、資産の評価損を計上する中で、融資を大幅に縮小した（図表1）。2022年に金利が急速に上昇し始めて以来、1兆米ドルを超える家計の預金が米国の銀行システムから流出し、世界金融危機以降に始まった銀行の縮小トレンドに拍車がかかっている。

図表1: 預金流出によって守勢に回る銀行

### 米国銀行：証券（年間成長率、%）



### 米国銀行：ローン（年間成長率、%）



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。

2023年6月30日現在

出所：FRB

こうした状況に対処すべく、成長を管理、またはバランスシートを縮小するために銀行ができる最も簡単なことのひとつは、貸出を減らすことだ。銀行がローンの組成を減らすのに伴い、年間の成長率が低下している。銀行が資本を過剰な水準に戻したり、規制を順守したりするために増資をすることは考えにくい。むしろ、彼らは資本を最適化するため、多くの分野で事業の整理や選択を進めると予想される。

現在は政府・中央銀行のさまざまなサポートにより、大半の銀行が比較的安定しているように見えるが、（ニューヨーク・コミュニティ・バンクの例でもわかるように）問題は残っている。新型コロナウイルスのパンデミック期間を除けば、融資条件は世界金融危機以降で最も厳しくなっている。

## 規制の重荷

バーゼルIIIの規制は2025年に施行される可能性があり、提案通りに実施されれば、銀行は新たな規制への対応を強いられることになる。それには、リスクアセットのフレームワークを変更することも含まれる。規制当局が求めているのは、一貫性、具体性、透明性の向上で、現行制度の下で一部の大手銀行が用いている内部モデルや「ブラックボックス」のようなアプローチを減らすことである。そのため、多くの銀行は融資をさらに縮小し、すでにバランスシートに計上している住宅ローン、商業ローン、企業向けローンの一部を売却せざるを得なくなる可能性がある。

別の言い方をすれば、銀行は今、（バランスシートを利用した）ストックビジネスではなく、（手数料収入等を追求する）フロービジネスを重視したいとの考えを強めている。そのため、2024年以降は、プライベート資本が市場分野や地域を超えて銀行と手を組む機会が生まれそうだ。例えば、プライベート投資家が銀行から既存ローンのプールをディスカウント価格で購入したり、事前に定められた信用要件を満たす新たなローンを取得するためフォワード・フロー契約を結んだりすることが考えられる。

一方、銀行は、パーゼルIII規制の下でこれらのローンをバランスシート上にとどめることに伴う高い資本チャージを課されることなく、顧客との関係を維持し、手数料収入を得ることができると思われる。

### 好ましい環境

世界の銀行が一斉に期間の長い融資から手を引き始めたことで、クレジット市場に大きな空白が生じ、特化型のノンバンクに事業機会が生まれている。ローン市場の変化の進捗度合いやペースは地域によって異なり、先行する米国の後を欧州が追いかける形となっている。特化型のノンバンクは、世界の銀行が残したクレジット市場の空白を埋め、規制下にある銀行の厳しい融資基準を満たさない企業や個人に資金を提供することができる。

### ギャップを埋める

では、2024年はどこに目を向けるべきなのだろうか？ 当社は、注目に値する分野がいくつかあると考えている。中でも、2024年は「スペシャリティ・ファイナンス」と呼ばれる資産担保融資戦略が、プライベート資産のアロケーションにおいて存在感を高めることになるかもしれない。

スペシャリティ・ファイナンスには、キャッシュフローを生み出す資産や債権を担保にしたノンバンク融資を伴うニッチな戦略を網羅している。それには多くの場合、自動車ローンや設備ローンといった消費者や中小企業に関連する債権や、ロイヤリティの支払いによって生み出される収入源など把握しにくい資産を担保とするノンバンク融資が含まれる。

### 転換点に？

2023年は商業用不動産市場の動きが低調だった。しかし、米国と欧州では金利がピークに達した可能性があり、そうした状況は変わる可能性がある。金利がさらに安定すれば取引量は増加し、さまざまな物件タイプで価格の折り合いがつかう可能性が高まると予想される。

相次いで満期を迎える大量のローンの期間を延長することに銀行が消極的なことから、忍耐強く資本を充実させてきたプライベート資本の貸し手にチャンスが生まれる可能性がある。いつものことだが、リスクとリターンバランスは不動産タイプによって異なる。

### 世界のエネルギー転換

再生可能エネルギー・プロジェクト向けの資金調達は、今後も銀行よりもプライベートローンの貸し手が主導していく見込みだが、現在も数多くの魅力的な機会が存在している。その多くは、2023年第3四半期に金利が急上昇したことを受け、期間の長い公共・民間インフラ資産のプライシングが見直されたことから生じている。

### まとめ

かなり機動的なアプローチを取ることができる投資家にとって、現在の市場環境は魅力的に見える。デベロッパーの資本需要は引き続き旺盛で、銀行セクターがストレスを抱えていることは、融資交渉の上で、信用補完や他の保護条項を要求できるプライベート資本の提供者が有利な立場にあることを意味している。当社は、米国と欧州の様々な市場に投資機会があると考えている。

経済成長ペースが鈍化しても、利回りはパンデミック以前の低水準を上回って推移すると思われる。また、金利上昇に伴い過去1年半の間にリセットされた低いLTV（ローン資産価値比率）と魅力的な資産価値により、取引条件は資産クラス全般に好ましい状況が続くと予想される。当社の見方では、2024年は資本を投じる好機となりそうだ。



成長鈍化と金利上昇で、2023年はプライベート取引機会にブレーキがかかっている。しかし、銀行が貸出から手を引きつつある中、投資家にとっては、幅広いプライベート・クレジットの分野で多くの投資機会が生まれそうだ”

— マシュー・バス、アライアンス・バーンスタイン

本資料中の情報は、情報提供のみを目的としたものであり、本資料日付現在のAB CarVal Investors, LP (以下「ABカーバル」) の見解を反映したものです。

本資料における時間的制約のある分析および表現は、特に断りのない限り、2024年2月14日現在で行っているものです。

ABカーバルは、ここに記載された情報が正確、最新、または完全であることを表明するものではありません。ABカーバルは、ここで表明された見解の変更、これらの見解に影響を与える状況の変化、または将来の事象の発生について、お客様に通知することを約束するものではありません。

本資料は、投資推奨、投資アドバイス、有価証券売買のオファーや勧誘を意味するものではありません。また、本資料に記載された投資コンセプトは、投資家の特定の投資目的や財務状況に照らして不適当な場合があります。本資料を投資判断の基礎として依拠することはできません。投資判断に際して本書面を信頼される場合は、ご自身の責任で行ってください。

ABカーバルは、本資料に含まれるパフォーマンス情報が、ABカーバルが運用する投資ビークルのパフォーマンスを代表するものであることを表明するものではありません。

本資料で特定され、説明された特定の投資は、顧客のために購入、販売、または推奨された投資のすべてを表すものではなく、読者は特定され、説明された投資が利益を生むと仮定すべきではありません。本資料に記載された特定のパフォーマンス数値は、特に、投資が行われた及びまたは保有された時点における特定の市場又は経済状況、特定の資金調達手段の利用可能性、及びABカーバルのファンド収益再投資能力に基づいている場合があります、これらはすべて将来の投資期間又は将来のABカーバルの運用する投資ビークルに適用されないか利用できない可能性があります。

類似の市場または経済状況の欠如、および/または、そのようなABカーバルが管理する投資ビークルが類似の資金調達または再投資の取り決めに達成できない場合、そのパフォーマンスに重大な影響を与える可能性があります。

ABカーバルの投資戦略は非常に投機的であり、戦略の投資目的のいずれかが達成される保証はありません。ABカーバルが管理する投資ビークルの投資家は、その投資が完全に失われるリスクを負担する覚悟が必要です。

本資料に含まれる「予測」(目標とするリターン、意見、将来の出来事に関する予測または予想を含む)は、将来の営業成績、資産の価値および処分時の市場状況、処分またはその他の実現イベントのタイミングおよび方法など、ABカーバルによる様々な推定および仮定に基づいています(ただしこれらに限定されるものではありません)。これらの見積りおよび仮定は本質的に不確実であり、事業、業界、市場、規制、地政学的、競争的、および財務的リスクの影響を受け、これらはABカーバルのコントロールの及ばないところです。また、これらの仮定が正確であることを保証するものではなく、実際の結果は、投資家が投資資金の一部または全部を失う可能性を含め、大きく異なる可能性があります。本資料に掲載された予測は、ABカーバルがその予測を将来の事象の信頼できる予測であると考えていることを示すものであってはならず、そのような予測に依拠してはなりません。ABカーバルは、本予測に関していかなる表明も行っておらず、本予測の基礎となる前提条件の一部または全部が誤りであることが後に判明した場合でも、本予測の作成日以降の状況を反映し、または将来の事象の発生を反映して、本予測を更新または修正する意向はないものとします。

ABカーバル、そのアドバイザーサービス、あるいはその既存または提案中のファンドに関するすべての法的事項は、ABカーバルにお問い合わせください。

## リスクに関する説明

オルタナティブ戦略への投資は投機的なもので、高いリスクを伴います。オルタナティブ投資はボラティリティが高くなり、投資家は元本の全部または大部分を失う場合もあります。パフォーマンス連動型の運用報酬は、よりリスクが高い、または投機的な投資を行う誘因を作る可能性があります。ヘッジファンドはたいいて多くの他の種類の投資より手数料が高く、売買益がその分減る可能性があります。いかなるオルタナティブ戦略もその投資目的を達成できることをできる保証はありません。過去の実績は将来の運用成果を示唆するものではなく、投資目的の達成を保証するものではありません。

- 市場リスク: 保有銘柄の市場価値は日々変動するため、投資元本の価値が減る可能性があります。
- 金利リスク: 債券は金利変動に伴い価値が減る場合もあり、長期債の方が短期債より変動が大きい傾向があります。住宅ローン関連証券や資産担保証券は期限前償還リスクのため、特に金利変動に敏感です。
- 信用リスク: 債券の信用格付けは発行体の元利返済能力を反映するもので、格付けが低いほど、デフォルトのリスクは高くなります。発行体の財務力が悪化すると、発行体の格付けが引き下げられ、当該債券の価値が下がる可能性があります。
- アロケーション・リスク: 複数の異なる性質の資産に投資する場合には、ある資産が他の資産を著しくアンダーパフォームした場合にポートフォリオ全体のリターンがより大きな影響を受ける場合があります。
- インフレ・リスク: 財やサービスの価格は長期的に上昇する傾向があり、それが投資元本の購買力低下につながる可能性があります。
- カントリー・リスク: 海外の証券に投資する場合は、当該証券に関連した政治、規制、市場、経済面の不透明感のため国内証券よりボラティリティが高くなる可能性があります。新興国市場の場合は、こうしたリスクがさらに高くなります。
- 為替リスク: 外国通貨が本国通貨に対して下落する場合は、本国通貨に換金する際、差損が発生する可能性があります。
- 時価総額規模 (中小型) リスク: 規模の小さい会社は一般的に製品ラインや市場・金融面のリソースが限られるため、その分リスクが高くなり、小型株は大型株よりもボラティリティがしばしば高くなります。
- 流動性リスク: 意図した時宜に意図した価格での証券の購入や売却が困難な場合があります。
- 不動産リスク: 不動産市場の投資するファンドは、不動産市場が一般的に受ける様々な影響により価値が下落するなど実際に不動産を保有する場合と同等のリスクがある可能性があります。加えてREITは運用者の能力や税制の変更などの影響を受ける可能性があります。
- コモディティ・リスク: コモディティ連動型投資は伝統的な証券への投資より変動性が高い場合があります。また、金融関連、法制度、災害などの影響により価値が変動する可能性があります。分散リスク: ポートフォリオの保有銘柄が少ない場合、個別の銘柄の損益がポートフォリオ全体の価値により大きな影響を及ぼすため、分散化されたポートフォリオよりボラティリティが高くなる可能性があります。
- デリバティブ・リスク: オプション、先物、フォワード、スワップなどのデリバティブ商品に投資する場合は、伝統的な投資よりリスクが高く、特に下落局面においてはボラティリティが高まる可能性があります。
- レバレッジ・リスク: 借入や他のレバレッジ手段を使って投資リターンを高めようとする、利益と損失がともに増幅され、ボラティリティが高くなります。
- デフォルト・リスク: 発行体またはカウンターパーティが利息の支払いや借入元本の返済に応じることができない可能性があるリスク。発行体の債務不履行は、資産の価値に影響を与える可能性があります。
- 証券化リスク: 住宅ローン担保証券およびその他の資産担保証券への投資は、金利の変化に大きく反応する可能性があります。また、住宅ローンや証券の裏付けとなっている資産のデフォルト率が高くなったり、それらの証券の特性に関連したリスクの影響を受ける可能性があります。

## 手数料等

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。

## 当資料のお取扱いにおけるご注意

当資料は情報提供のみを目的としてABカーバルが作成した資料をアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料です。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。アライアンス・バーンスタイン株式会社およびABカーバルは、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー傘下の関連会社です。

## 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

