

SEBASTIAN ANGERER

セバスチャン・アングラー  
リサーチ・アナリスト

IVOR SHUCKING

アイボー・シャッキング  
リサーチ・アナリスト

2017年9月

## 盤石性、安全性、簡明性が向上：世界金融危機から10年を経た今、銀行に投資すべき論拠



### 要約

- 世界金融危機から丸 10 年が経ち、世界的な銀行規制の「ジグソーパズル」はほぼ完成している。
- 世界的な銀行規制はクレジット投資家にとって重要で有益な支柱である。
- 「低リスクの銀行」というビジネスモデルはしっかりと確立している。
- 銀行は基本に立ち返り、収益の質を向上させると共に賭博のような行動を減らしており、銀行の経営陣、投資家、規制当局、格付機関、政治家は銀行に報いて見返りを与えると予想される。
- 銀行の規制が大幅に後退される可能性は米国内外でも低いが、既存の規則の適用はやや緩和されることが予想される。
- 当社はこうした要因により銀行を世界的に大幅にオーバーウエイトすることは今後も正当化されるとみており、特に米国・欧州で最も盤石な銀行の資本構造で下位の銘柄を選好する。

10 年前の 7 月、銀行の債券を含む広範な社債市場でスプレッドが急拡大を開始した。世界金融危機の始まりである。これ以降、銀行規制は世界的に重要な役割を担い、銀行のビジネスモデルを賭博のように危ういものから公益業界のように変動性が乏しく、収益性が高いものへと変貌させている。規制当局による 10 年間の改革を経て、規制の「ジグソーパズル」(図表 1)はほぼ完成し、今や「低リスクの銀行」というビジネスモデルがしっかりと定着しているのは当然のこととも言える。換言すれば、規制当局は 2 つの主要目標である、「金融危機の再来を確実に防ぐこと」、「銀行が破綻した場合、損失を納税者や預金者に背負わせず、投資家に移転すること」を達成している。

規制当局は手痛い教訓を学んできた。例えば、銀行のバランスシートの急拡大や企業買収がその銀行のリスクを大きく高める傾向があることや、銀行の経営陣は次のバーゼル規制でも必ず抜け穴を探る誘惑に駆られるということだ。

本稿では、こうした痛みを伴う教訓により、銀行がより強く、より安全で、より簡明化しているとみられる理由を説明し、これにより、投資の見地から見て魅力が高まっていることを解説したい。

図表 1  
現行規制のジグソーパズル

|        |                      |         |                                                                                                               |
|--------|----------------------|---------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 自己資本規制 | CCAR /DFAST          | 最終規則/提案 | ■ 2017年に向けて提案された米国規制(2016年9月公表)                                                                               |
|        | RWAの算定方法(修正後)        | 多様      | ■ 信用リスク:BCBSの提案規則(15年12月、16年3月公表)<br>■ 市場リスク:BCBSの最終規則(2016年1月公表 FRTB)<br>■ オペレーショナル・リスク:BCBSの提案規則(2016年3月公表) |
|        | レバレッジ比率 <sup>1</sup> | 提案      | ■ BCBSの提案規則(2016年4月公表)                                                                                        |
|        | TLAC                 | 最終規則    | ■ 米国の最終規則(2016年12月公表)                                                                                         |
|        | GSIBの資本サーチャージ        | 最終規則    | ■ 米国の最終規則(2015年8月公表)                                                                                          |
| 流動性規制  | LCR                  | 最終規則    | ■ 米国の最終規則(2014年10月公表)<br>■ 米国の最終的なLCR開示規則(2016年12月公表)                                                         |
|        | NSFR                 | 提案      | ■ BCBSの最終規則(2014年10月公表)<br>■ 米国の提案規則(2016年5月公表)                                                               |
| その他    | 銀行再建・破綻処理            | 最終規則    | ■ 2017年の破綻処理計画に向け、ガイダンスを公表<br>■ 2016年4月に関してアップデートを提出(2016年10月)                                                |
|        | SCCL                 | 提案      | ■ 米国の提案規則(2016年3月公表)                                                                                          |
|        | ボルカー・ルール             | 最終規則    | ■ 米国の最終規則(2014年1月公表)<br>■ 2015年7月実施                                                                           |
|        | 店頭デリバティブ市場規制         | 多様      | ■ 様々な法域において複数の改革                                                                                              |

出所: パークレイズ・リサーチ、シティグループ 2017年7月1日現在

<sup>1</sup>BCBS検討のバーゼルIIIレバレッジ比率の枠組みは、米国版バーゼルIIIの補完的レバレッジ比率(SLR)に最も近い。

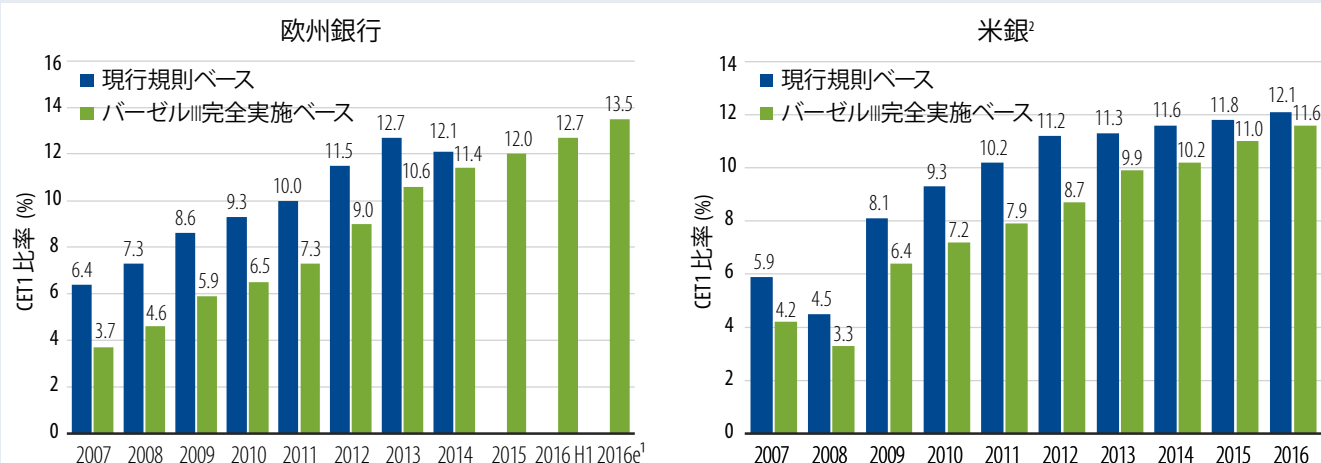
注: BCBS = バーゼル銀行監督委員会、CCAR = 包括的資本分析、DFAST = ドッド・フランク法ストレステスト、FRTB = トレーディング勘定の抜本的改定、GSIB = グローバルなシステム上重要な銀行、LCR = 流動性力バレッジ比率、NSFR = 安定調達比率、RAW = リスク・ウエイトド・アセット、SCCL = シングル・カウンターパーティ与信制限、TLAC = 総損失吸収力

## 盤石性の向上：自己資本比率や流動性が著しく改善

世界金融危機を契機として、従来よりもはるかに厳格な規制の枠組みである「バーゼル III」が新たに生み出され、銀行はより質の高い資本を増やすことを義務づけられた。特に欧州の銀行は普通株式等 Tier1Z(CET1)比率をバーゼル III 完全実施ベースで改善し、2007 年の 3.7%から 2016 年末までには 13.5%(推定値)へ引き上げている(図表 2)。これは欧州の最大手規模の銀行が CET1 を 2007~2016 年に絶対額で 7,000 億ユーロ以上増やしたこと、90%近く増やしたことを意味する。

米国の銀行の資本増強はさらに力強く、2008~2016 年に 8,000 億ドル増やし、資本基盤に占める有形自己資本(普通株式や利益剰余金等で構成され、最も質が高い資本形態)の比率は 26%から 54%へ上昇した。つまり、米銀には 2008 年に比べて今や 3 倍近い有形自己資本がある。流動性については、預貸率は大きく改善しており、新たな流動性比率(流動性カバレッジ比率と安定調達比率)の導入により、従来よりも有意義で高度な分析手法が用いられ、銀行の流動性の強靱性は確実に高まることになるだろう。

図表2  
CET1比率の推移



出所：BNPパリバ 2017年3月22日現在

<sup>1</sup>2016e: 公表されていない場合には、入手可能なデータに基づく推定値。

<sup>2</sup>バンク・オブ・アメリカ、シティグループ、JPモルガン、ウェルズ・ファアゴの加重平均。

## 安全性の向上：慎重な監督と規制の枠組み強化により、倒産率が低下

当局の慎重な監督や規制の枠組み強化等により、危機後の銀行では財務内容の盤石さが大幅に向上し、リスクの顕在化を回避するディリスキングなビジネスモデルが採用され、危機以前に比べて安全性が大きく向上している。これは銀行が破綻する確率の低下を意味し、また、規制当局も主要目標の1つである「納税者から投資家への損失移転」を達成できる手段を備えている。後者の最たる例は、当局がスペインの銀行バンコ・ポピュラールに対処した手法から見て取れる(下記「ケーススタディ」参照)。欧州では銀行問題の新たな解決体制の下、破綻時には資本項目(追加的な Tier1 証券や Tier2 債)が銀行内部(株主・債権者等)で損失負担(バイルイン)され、追加的な総損失吸収力(TLAC)が上位債や TLAC 債の形態で提供される。欧州では、TLAC 債は、通常、銀行に持株会社構造がない法域では非優先上位債の形で、持株会社構造がある法域では持株会社の上位債(事業会社の上位債に構造的に劣後)の形で発行される。

このため、銀行債の投資家はもはや納税者による救済(＝公的資金による救済)を当てにはできず、回収は他の債権者がバイルインの「ウォーターフォール(支払いの優先順位)」のどこに位置するかによって大きく左右される。

## ケーススタディ

### バンコ・ポピュラーの例：理論から実践へ

2017 年 6 月 7 日、ユーロ圏の銀行の破綻処理を担う単一破綻処理委員会(SRB)はスペインの大手行バンコ・ポピュラーについて解決措置を図った結果、同国の最大手行サンタンデルが 1 ユーロで買収し救済する運びになったことを明らかにした。これは欧州中央銀行(ECB)がバンコ・ポピュラーのストレステスト(健全性審査)を 6 日に実施した結果、特にその「流動性状況の急速な悪化」により、「破綻しつつある、あるいは破綻の公算が大きい」と判断したことによる。当社はこの流動性危機の高まりが(誰しもが予想していた「週末の解決」ではなく)週半ばの早急な解決につながったと考える。

銀行再建・破綻処理指令(BRRD)によると、規制当局は利用可能な解決手段の中から「ビジネスツールの売却」を選択でき、「株主の同意を得ることなく、一人以上の買い手に事業全体または一部の売却を行うことができる」とある。

この結果、バンコ・ポピュラーの既存の株式、AT1 債、Tier2 債の評価額はすべて実質的にゼロに引き下げられた。上位の債務はそのまま温存され、サンタンデルの債務となった。規制当局の見地からすると、この解決措置はバンコ・ポピュラーの重要な機能である、個人や中小企業からの預金受け入れ、中小企業向け貸出、支払い、現金化サービスの継続確保に成功しており、また、金融市場の安定に対する悪影響(無秩序な破綻はもちろん、一般的な企業清算からも生じうる)も回避している。このため、当社はこのケースを規則通りの適用を行った成功事例と評価する。

## 簡明さの向上：規制による動機づけと、投資家が報われる「より簡明な」ビジネスモデル

当社は銀行規制の新たな枠組みは金融市場の安定を脅かす「大きすぎて潰せない」リスクにうまく対処していると確信している。また、新規制の目的は銀行というビジネスモデルをより簡明にし、投資家が見返りを受けるよう促すことであり、この趨勢は世界的にしっかりと定着していると考ええる。

バーゼル銀行監督委員会(BCBS)が「グローバルなシステム上重要な銀行(G-SIB)」の特定に用いている評価手法は、「システム上重要」がいかに不利であることを示す具体例である。この評価手法は、規模、相互関連性、代替可能性、複雑性、グローバルな(法域を越える)活動の 5 つの幅広いカテゴリーに対応した 12 の指標に基づいており、これらの指標から算定されるスコアに応じて資本の増強(最大 3.5%)が義務づけられる。この資本サーチャージは、資本の中で最も質が高い普通株式等 Tier1(CET1)でなければならない。G-SIB に認定されている 30 行のうち、13 行は EU、8 行は米国、4 行は中国の銀行である。システム上の重要度に応じて現在適用されている最も大幅な CET1 の上乘せ(G-SIB バッファ)は、シティグループと JP モルガン・チェースの 2.5%で、バンク・オブ・アメリカ、BNP パリバ、ドイツ銀行、HSBC が 2%で続いている。この資本上乘せの義務づけは、銀行にとって「規模を拡大し、複合的事業を手掛ける」魅力が弱まることを意味するが、G-SIB の場合には厳しい状況に陥った際に使用できる資本が増えることも意味する。

規制面の誘因以外については、世界金融危機の記憶がいまだ新しいことから、銀行の経営陣には厳しい局面に陥って「次の破綻先」になることは避けたい強い願望が本質的にあると思われ、経営陣と投資家のインセンティブは今や近づいていると考える。

## 規制のジグソーパズルと基本への回帰の旅が完了に近づいている

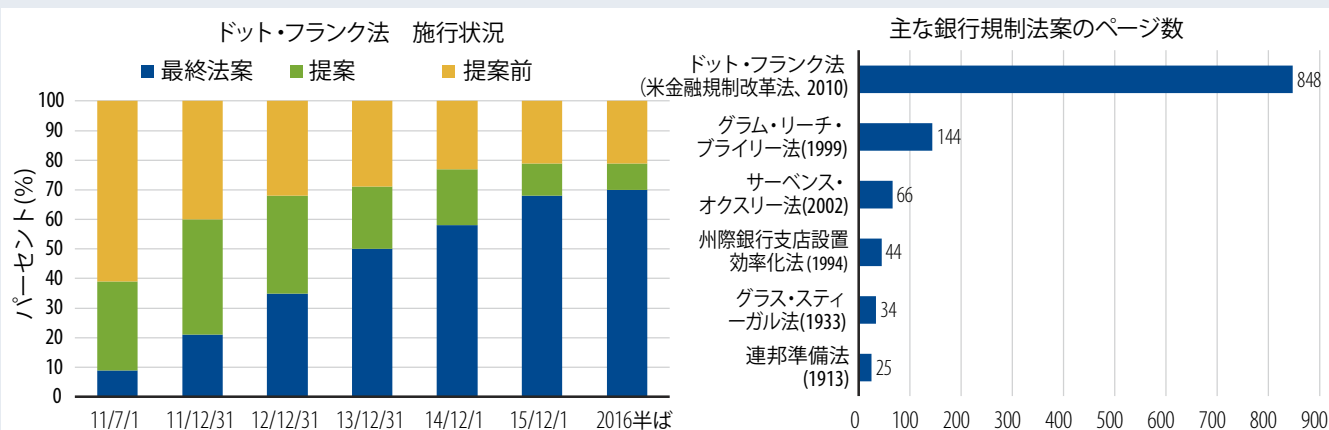
銀行のビジネスモデルは、高リスクで持続不可能であることが発覚する以前の 20 年間に賭博のような危ういものと化し、規模、スケール、高成長、多角化、国際化、事業に妥容

をもたらず企業買収を重視、日和見的な経営を展開、疑わしい(または根拠が薄弱な)事業想定、不健全な会計処理、限定的な情報開示を行い、曖昧な規制を悪用していた。銀行の規模、スケール、多角化は、資産の 2 桁増、高格付け、株価の過度の上昇、過度に寛容なクレジット・スプレッド、悪い商慣行を煽り、間違った安全装置と見なされていた。当時、最大手規模で、最も多角化し、最も成長が速かった一連の銀行は、結局は最も不運に見舞われ、その結果、政府の資金援助による救済(最も割高な措置)を受ける羽目となった。

10 年にもわたる基本回帰の長旅を経て、銀行業界は規制が乏しく成長率が過剰に高い業界から規制が多い業界へ変貌し、経営状態が良好な一部メガバンクでは財務状況が改善し、成長率が鈍化し、引受業務が増え、資本管理がより保守的となり、規制により適切に対応し、訴訟費用や営業経費が低減し、企業買収が減り、ノンバンクとの競争が緩和している。

この旅は今やほぼ完了している(図表 3)。規制強化は財務費用の増加を伴ったが(経常収益への悪影響に加え、規制関連コストの増大もあり、米国の大手上位 20 行で推定約 200 億ドル)、これは特に債券投資家としての見地からすれば支払う価値が十分にあった。銀行監督がいかに頻繁化しているかを示す具体例として、M&T バンクが 2016 年に 6 つの規制当局から 27 件の様々なテストを受け、52 週のうち 50 週にわたったことが挙げられる。

図表3  
規制強化はほぼ完了



出所：パークレイズ・リサーチ、デビスポーク、GAO、FFIEC、FDIC、M&T銀行 パークレイズ/ジェイソン・ゴールドバーグレポートを基に再作成の許可取得済み。2016年半ばは現在。

## 規制の大幅後退が誇張されるリスク

欧州では、規制当局や銀行業界自身が不良債権を取り巻く「レガシー」問題(EU の銀行では現在でも 1 兆ユーロ前後に上る)の解決や、多数の国々の非効率な銀行システムの構造調整に引き続き力を入れている。欧州における規制変更は、当局が「ギザギザの縁を丸くしている」措置と見なすべきだろう。換言すれば、急ぎしらえて出された規制の様々な部分変更を「規制の後退」とは解さず、より明確にしている措置と受け止めるべきと考える。

米国の銀行は欧州の銀行と比べ、一般的にファンダメンタルズが良好である。例えば、米国の銀行業界はレガシー問題の大半を既に克服しており、トランプ新政権は金融規制の緩和が政策の主要な柱の 1 つであることを明らかにしている。このため、当社は米国の金融規制が徐々に後退する可能性や、既存の規則を執行する際にもより軽いタッチになる可能性を考慮している。ただし、ドッド・フランク法(金融規制改革法)がある程度見直されることはありうるとしても民主党が同法の広範な廃止を容認するとは考えがたい。一方、米財務省が最近打ち出した金融セクター改革案は概して議会承認を必要とせず、銀行が直面している規制面の負担・コストの軽減をうまく達成し、利益の小幅な押し上げに資することが予想されるが、政府が向こう数年間に米銀の収益やそのビジネスモデルに劇的に影響を与えることはできないだろう。

## 状況改善は格付けにまだ反映されていない：今後の格上げが期待される

銀行業界は最も過大評価されていた業界からおそらく最も過小評価されている業界の一つへと変貌した。世界金融危機の要因として多数の市場参加者(世界規模の銀行も含む)が挙げられるが、その果たした役割ゆえにしばしば槍玉に挙げられるのは格付け機関で、寛大な格付けを銀行組織全体(銀行自体から、銀行が投資のために設立した簿外の特別目的会社コンデュイトにまで至る)に付与していたとして非難を浴びている。振り子は必然的に向きを転じているが、批判の一部はおそらく行きすぎている。グローバルな大手行は、格付けが現在よりもはるかに高かった世界金融危機以前に比べ、ほぼ間違いなくはるかに安全である。

当社の分析によると、銀行業界はリスクを長期的に減らしているものの格付けが低水準から引き上げられていない数少ない業界の一つであり、この明らかな乖離が今後の格上げで修正されても意外ではない。しかし、格付機関が米国や英国の銀行を将来的な評価ではなく過去を理由として不当に取り扱っている可能性もある。例えば、ムーディーズの一連の格付けを見ると、米銀(バンク・オブ・アメリカとシティグループの両行)の格付けが 2007 年に Aa1 から Baa2(政府からの支援の可能性を考慮しない単体ベースでの信用力評価)に引き下げられた理由は不可解である。興味深いのは、バンク・オブ・アメリカとシティグループの上位債の格付け(同上)がいずれも米国債の格付け(Aaa)を 8 段階下回り、バンコ・サンタンデール・チリの上位債の格付け(Aa3)をも 5 段階下回っていることだ。同様に、英国の大手行ロイヤルバンク・オブ・スコットランド(RBS)の格付けがムーディーズによって 2007 年に Aa1 から現在の Baa3 に引き下げられたが、その上位債の格付けも英国債の格付け(Aa1)を 8 段階下回っている。

## ディリスクは無リスクと同義ではない

規制当局と銀行業界は世界の銀行の安全性を高める点で著しい前進を成し遂げているが、銀行には複数のリスクが残されている。図表 4 では債券保有者にとって重要なリスクの一部を列記した。

図表4

「経済こそが重要だ、愚か者」ジェームズ・カービル、1992年  
景気後退は銀行にとって最大かつ最重要のリスク

### 貸出の急増と統合の可能性

銀行のバランスシートの規模は比較的安定的で、貸出の伸びは緩やか。特段の統合は見込まれていない。

### 規制と訴訟

規制の見直しは概して債券保有者に有利に作用し、訴訟費用は減少傾向にある。

### 政策の誤り/金融面のアクシデント

懸念は信頼の危機の恐れや金融面の悪影響に関わっている。

### 政治リスク

懸念はかなり誇張されている。規制当局が銀行を監督しており、政治家が政治的利益のために銀行を非難することは想定内。

### セールスやトレーディング活動の減少、貸出の伸び鈍化、預貸利ザヤの縮小が収益に及ぼす問題

いずれも今後は最低水準からの改善が期待される。

### エネルギーローン

貸出残高に占める比率が比較的小幅のため、対処可能なリスクである。潜在的な最大損失は、収益、引当金、資本に比べて小幅の様相。

### TLAC債の発行

対処可能なリスクであるが、欧州の最大手規模の銀行にとってはテクニカル的にネガティブ。

### 過大な株主還元

株主重視の趨勢は徐々に強まっているが、ストレステストは資本面で拘束力を持つ制約として効果的。

出所：ウエスタン・アセット \*ジェームズ・カービル＝クリントン元大統領の出馬時の選挙参謀

## 投資判断

当社が見るところ、銀行は過去 10 年間に盤石性、安全性、簡明性を向上させている。グローバル銀行というビジネスモデルの長期的なディリスクングは成功しており、規制のジグソーパズルはほぼ完了している。過去の危機が招いたダメージに対する対応を勘案すると、銀行のより簡明で新たなビジネスモデルはしっかりと根づいている。投資家、納税者、格付機関、政治家、そして言うまでもなく規制当局も、すべて影響を受けている。

また、追加的な好材料として以下も含まれよう。

- 米銀の 2017 年の収益は記録を塗り替えると予想される。
- 格上げ圧力が存在する(例えば、ムーディーズによる米銀の格付け、英国の持株会社の格付けなど)。
- テクニカル面は良好で、バリュエーションは魅力的である。

まとめ：当社は世界的な銀行規制のジグソーパズルのピースはほぼすべて出揃ったと考える。世界的な銀行規制はクレジット投資家にとって重要で有益な支柱であり、「低リスクの銀行」というビジネスモデルは今やしっかりと確立している。銀行は基本的に立ち回り、収益の質を向上させると共に賭博のような行動を減らしており、銀行の経営陣、投資家、規制当局、格付機関、政治家は銀行に報いて見返りを与えると予想される。当社は規制の大幅後退の可能性は米国内外で低いが、既存の規則の適用はやや緩和されると見込んでいる。こうした理由から、当社は銀行を世界的にオーバーウエイトする方針で、特に米国・欧州で最も盤石な銀行の資本構造で下位の銘柄を選好する。

© Western Asset Management Company 2017. 当資料の著作権は、ウエスタン・アセット・マネジメント株式会社およびその関連会社(以下「ウエスタン・アセット」という)に帰属するものであり、ウエスタン・アセットの顧客、その投資コンサルタント及びその他の当社が意図した受取人のみを対象として作成されたものです。第三者への提供はお断りいたします。当資料の内容は、秘密情報及び専有情報としてお取り扱い下さい。無断で当資料のコピーを作成することや転載することを禁じます。

過去の実績は将来の投資成果を保証するものではありません。当資料は情報の提供のみを目的としており、作成日におけるウエスタン・アセットの意見を反映したものです。ウエスタン・アセットは、ここに提供した情報が正確なものであるものと信じておりますが、それを保証するものではありません。当資料に記載の意見は、特定の有価証券の売買のオファーや勧誘を目的としたものではなく、事前の予告なく変更されることがあります。当資料に書かれた内容は、投資助言ではありません。ウエスタン・アセットの役職員及び顧客は、当資料記載の有価証券を保有している可能性があります。当資料は、お客様の投資目的、経済状況或いは要望を考慮することなく作成されたものです。お客様は、当資料に基づいて投資判断をされる前に、お客様の投資目的、経済状況或いは要望に照らして、それが適切であるかどうかご検討されることをお勧めいたします。お客様の居住国において適用される法律や規制を理解し、それらを考慮する責任はお客様にあります。

ウエスタン・アセット・マネジメント株式会社について

業務の種類：金融取引業者(投資運用業、投資助言・代理業、第二種金融商品取引業)

登録番号：関東財務局長(金商)第 427 号

加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会(会員番号 011-01319)、一般社団法人投資信託協会