

イタリアの銀行：ファンダメンタルズに立ち返ろう

2018年6月1日

イタリアがまたも注目の的となっています。政治情勢が不安定となり、市場のボラティリティが大きく高まる中、一步引いて、この一年間のイタリアの銀行セクターのファンダメンタルズの進展について再考し、ファンダメンタルズ面と最近の価格の動きを解きほぐしたほうが良いと思いました。これまでファンダメンタルズ面でみられた進展がイタリアの銀行銘柄の保有を続ける理由となってきましたが、まだ改善余地は残されているのでしょうか。



マーク・ステイシー
シニア・ポートフォリオ・
マネジャー



ジェームス・
マクドナルド
金融セクター・
アナリスト

最近のイタリアでの政情不安によって、欧州資産は全般的に大幅な調整に見舞われました。皮肉なことに、イタリアの政治混乱は、イタリアの銀行セクターの状況がかなり改善している最中で起きました。最近発表された銀行業績では、良好な収益性だけでなく、不良債権の処理の進行や資産の質が向上していることも確認されました。これまでの進展はかなり目を見張るものであり、直近のイベントによって改善ペースがゆっくりとなる可能性があるものの、ECB は銀行が今後数年間に亘って実施していくべき改善の道筋を明確に示しています。

日々のポピュリスト政党の動向を予想することはできませんが、これが最終的にイタリアの EU 離脱（イタレグジット）に至るとは考えていません。さらに同盟と五つ星運動は、これまでに比較してユーロに懐疑的な姿勢を弱めています。直近の世論調査では、ポピュリズムの高まりはみられるものの、イタリア人は自らをヨーロッパ人と見ていることも示されています。

直近の分析について語る前に、2017年7-9月期時点でのイタリアの銀行の見通しについて、おさらいしておきます。

- 事業が磐石で大手の銀行は、その存在感を強めると予想され、ファンダメンタルズ面は次第に良好になっていき、それ故に魅力的な投資機会であると考えます。
- 一方、中小銀行は業績の悪化、不良債権の多さ、資本の脆弱さに苦しむことが予想される。

ブルーベイの運用において重視してきたのは、債務再編が積極的に行われている欧州周辺国の中で、ナショナル・チャンピオンと呼ばれる大手銀行に焦点を充てることでした。欧州中央銀行（ECB）の厳しい監督のもとで、欧州の銀行セクターは回復をみせ、欧州周辺国のナショナル・チャンピオン銀行は、欧州主要国の銀行に匹敵する財務状況まで改善しました。こうした投資見通しはイタリアの銀行においても変わりませんでした。選好してきたのはインターザ・サンパオロとウニクレディで、モンテ・デ・バスキについても、機動的ながらも投資機会があると見てきました。一方で、その他の銀行については投資を手控えることが賢明であると考えていました。

直近の市場の動きが見られる前から、勝ち組と負け組との差は広まるだろうという見通しを持ってきました。市場全体が上げ潮基調になる中でスプレッドに縮小が見られ、銀行セクター全体で見てもバランスシートは予想を上回る改善がみられていました。イタリアでの最近のイベントがなければ、欧州銀行セクターは以下の三つの点から上昇基調を保つとみてきました。

- 1) 欧州の堅調な経済成長
- 2) 不良債権の整理を促す、政府保証を付与した証券化プログラム（いわゆる GACS）
- 3) 会計基準 IFRS 第 9 号についての規制上の対応で、会計ルールの変更として予想損失に基づく貸倒引当金を予め計上する一方で、自己資本への反映には 5 年の期間で行うことが可能であること

イタリアの銀行セクターにおける進展と、一部の銀行のファンダメンタルズに対して前向きな見通しを維持している理由

最も重要な点としては、この一年間で自己資本比率（普通株式等ティア 1 比率；CET1）が大幅に改善したことです。ウニクレディは 130 億ユーロの資本増強がなされ、インテーザ・サンパオロはヴェネチアの銀行を購入する資金として、50 億ユーロの資本注入を受け、モンテ・ディ・パスキには予防的な資本増強策として 39 億ユーロの資本注入がありました。さらに中小銀行の資本も増強されたことから、2016 年末に 9.9%だったイタリアの CET1 は、2017 年末には 13%まで高まりました。EU の平均である 14.6%は下回るものの、これは良好な進展であり、銀行セクター全般の足場固めとなっています。

もちろん不良債権問題は引き続き抱えており、イタリアの不良債権比率は EU 平均の約 3 倍となっています。しかし、この問題解決に向けての取り組みには目が向けられないまま、不良債権にばかり注目が集まっていると考えています。特に、大手銀行では目立った改善が見られており、銀行は何をしなければならないかを認識しており、先手に取れるように問題に取り組んでいる姿勢が見られると評価しています。この点に関して言えば、イタリアの銀行は不良債権を 620 億ユーロ減らし、そのうち 470 億ユーロは売却され、合計の不良債権額は 1,870 億ユーロとなりました。ウニクレディは Project Fino のもとで 177 億ユーロを売却し、インテーザ・サンパオロも債務管理会社であるイントゥラムとの取引で 110 億ユーロを売却し、モンテ・ディ・パスキは前述の GACS を利用して 250 億ユーロというかなり大型の証券化で 250 億ユーロの不良債権を売却しました。イタリアの不良債権の削減額は、2017 年の EU 全体の不良債権削減額の 40%を占めており、イタリアの不良債権比率は 15.3%から 11.1%に低下しました。ちなみに EU 全体でみる低下率は 5.1%から 4.0%となっています。同時に、不良債権の引当率は 48.9%から 50.6%に上昇し、さらに不良債権処理がしやすくなっています。

不良債権は特にイタリアの中小銀行においては引き続き最も注目される問題ですが、こうした数字からも分かるように改善はみられており、全体にはやや遅れているかもしれませんが、市場に信頼感をもたらすほどの進展がみられていると評価しています。そして少なくともイタリアの銀行は、この課題を十分に認識しています。流動性も引き続き良好であると考えており、ポピュラー・エスパニョル銀行の破たんにおいて、銀行のバランス・シートに対する市場の信頼は失われたことが契機となって、流動性カバレッジ・レシオは 158%まで上昇し、EU 平均を 10%上回る水準となっています。

かなりの注目がバランス・シートに集まっていますが、より重要な点として、業績の大幅な改善が見られていることも考慮する必要があります。これもまた、大手銀行のほうが顕著にみられますが、経費率は一年間で 10%低下しました。これは、コスト部分が牽引する形で達成され、すぐにコストカットできるものが多くありましたが、それだけではなく収入部分でも多くの収益を手数料で得ようというビジネス・モデルへの変更が、欧州の低金利環境下の中で上手くいったことも反映されていると考えています。

このようにイタリアの銀行では多くの改善が見られています。しかし、考えなければいけないのは、ここから先もポジティブな見通しを裏付けるだけのファンダメンタルズの改善が見込めるか、という点ですが、引き続きイタリアの銀行の取り組みを前向きにみています。そして、このことは市場で過小評価されていると考えています。銀行は、ECB が提示した道筋に沿った改善を進めることへのコミットメントを示しており、最近のボラティリティの高まりを受けて、さらにリスクの解消を出来る銀行はそれを進めて行くと考えています。

これまでの見方から変わらず、リスク解消のプロセスが終盤にあるナショナル・チャンピオンが勝ち組となるとみており、投資においてもこうした銀行に焦点を充てて行く方針です。最近のボラティリティの高まりによって、行動が遅かった銀行にとってはバランス・シートの整理は難しくなると考えており、今までは上げ朝のお陰で、あらゆる銀行に対する見通しが明るい状況でしたが、今後はバラつきが出てくると考えています。

マクロ政治面での要因がスプレッドに影響を与えるでしょうが、こうした不透明感が強い時期にはファンダメンタルズに立ち返ることが重要です。こうした場面では常に投資機会が姿を現すことから、魅力的なリターンが得られるミスマッチの投資機会を探って行く方針です。2017 年初旬の水準にまで調整がみられたなかで、今はリスクを増やす好機であると考えています。

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 1029 号

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく手数料や費用等は、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたします。最終的な料率・計算方法等はお客様との個別協議により別途定めることとなりますが、主な運用戦略ごとの手数料の上限は以下のようになります。

エマージングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜き）、エマージング社債戦略：年率 1.05%（税抜き）/ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.85%（税抜き）/投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜き）、投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜き）、グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率 1.10%（税抜き）成功報酬 15%（税抜き）/金融ハイブリッド債戦略：年率 0.80%（税抜き）/転換社債戦略：年率 0.75%（税抜き）/オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）/マルチクレジット戦略：年率 0.80%（税抜き）/ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等については、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面をご覧ください。

■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

- ・ 価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク
- ・ 流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク
- ・ カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面等の書面の内容を十分にお読み下さい。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社による書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡しますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。