



AT1債への見方 – 投資家は欧州銀行に不安を募らせなくても良い



ジェームス・マクドナルド
シニア・ポートフォリオ・マネジャー



マーク・ステイシー
シニア・ポートフォリオ・マネジャー



ピーター・ゴルスワーシー
クライアント担当
ポートフォリオ・マネジャー

RBCブルーベイ

2023年7月

クレディ・スイスや複数の大手米国地方銀行の混乱が収束するなか、一步引いて、欧州銀行や追加的ティア1（以下；AT1）債の資産クラスに対する見方、また同資産の2023年後半の見通しについて考える良い機会だと考えました。

ファンダメンタルズの状況

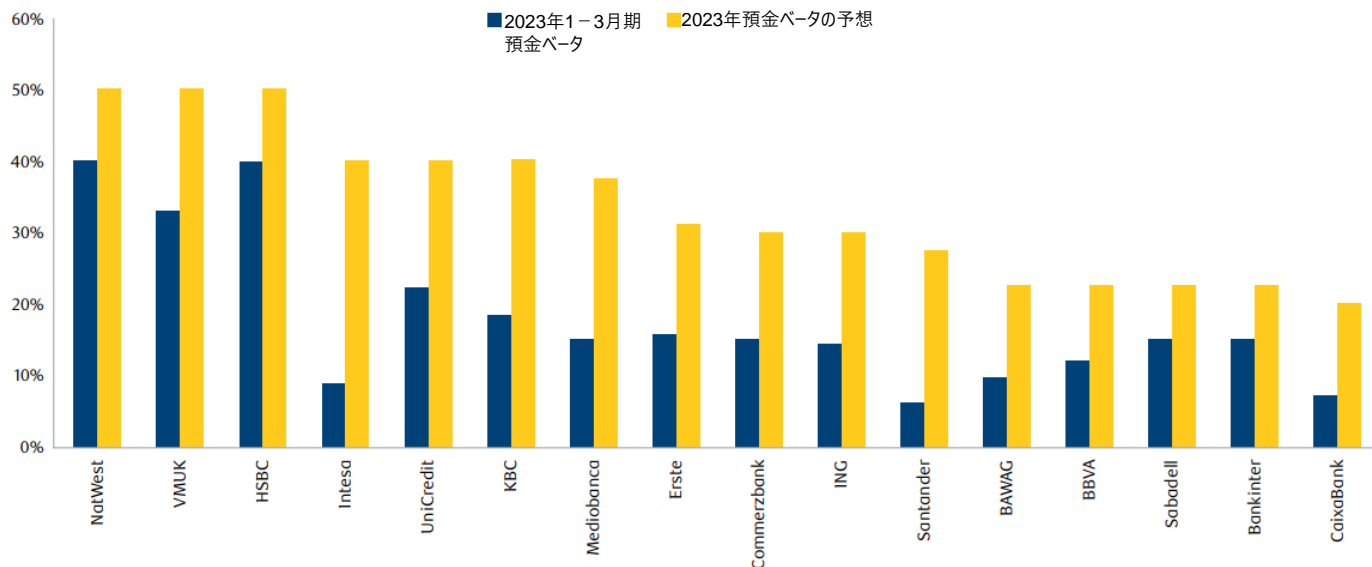
我々は長らく欧州銀行システムのか強いファンダメンタルズに着目しており、セクターのファンダメンタルズが非常に強固であるとの見方に変わりはありません。資本は盤石で、収益は順調に伸びているほか、流動性も高く、不良債権残高は景気サイクルのなかで最低水準に留まっています。銀行株に対して無関心が続いているのは、ファンダメンタルズ面でさらなるアップサイドを見込むのは難しいということが一つの要因として説明できます。

しかし、我々はこの点で市場よりやや楽観的であり、資本水準が上昇し、改善が続くとは予想していないものの、見通しは引き続き非常に堅調で、足元の株式やクレジットのバリュエーションとは完全に食い違っていると考えています。

「我々は長らく欧州銀行システムのか強いファンダメンタルズに着目しており、セクターのファンダメンタルズが非常に強固であるとの見方に変わりはありません。」

1－3月期をみると、8割の欧州銀行が事前予想を上回る収益を発表し、中央値で15%上回っていました。前年比でみた純金利収入（NII）は平均で30%上昇しました。普通株式等Tier1比率（CET1比率）は前四半期から0.39%上昇し、予想を0.3%上回り、これには寛大な株主還元が含まれました。引当金繰入額は市場および経営陣の予想を下回る水準で推移するなか、資産の質に劣化の兆しはみられておらず、流動性は適正な水準にあります。

全ての欧州銀行が2023年1－3月期の水準からの預金ベータの上昇を予想しています (2023年度は30－50%の水準を想定)



出所：Autonomous Research、2023年6月22日

なぜ不安視されているのでしょうか？

2023年1－3月期の出来事を経て、欧州銀行の債券及び株式は不安の壁に直面する展開となりました。株式サイドから見ると、これはより収益に関連したものであり、銀行にとってこれ以上環境が良くなるのが想定できないなかで、銀行株は上昇しづらいつらいというのが一般的な見方としてあります。

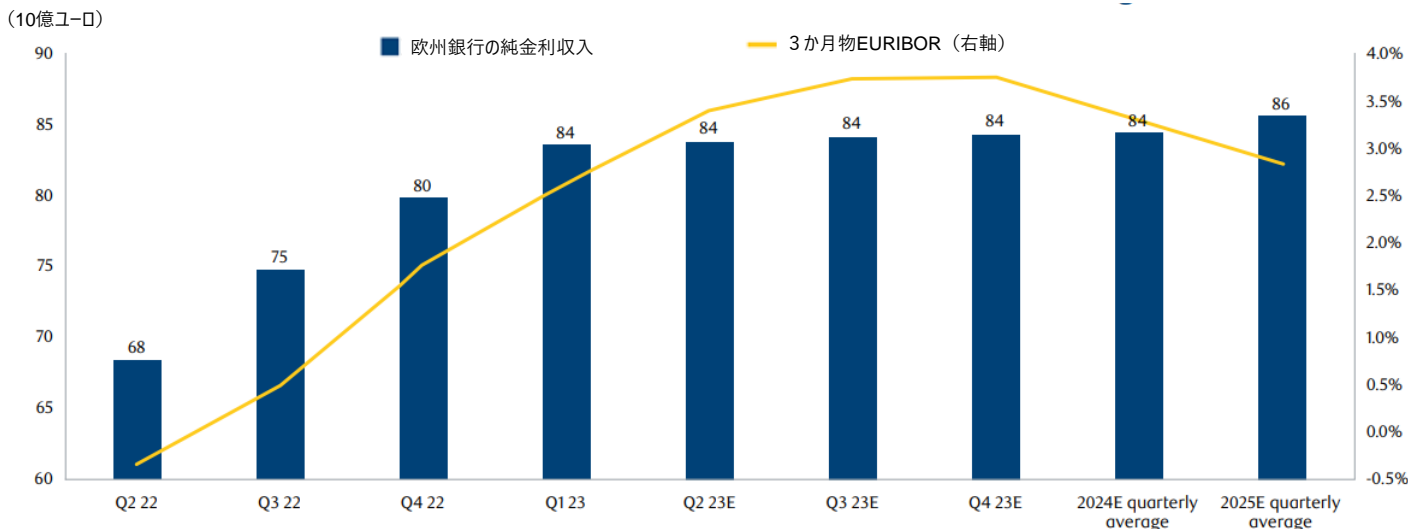
しかし、NIIがピークに近づいているとのコンセンサスが広がっていますが、我々はピークまでさらなる余地があると考えています。預金ベータ（利上げの影響が預金者に転嫁されるペース）は予想を大幅に下回っており、付け加えると今年に入ってから更なる利上げが織り込まれています。

コンセンサス予想は、預金ベータが40－50%の間で推移すると示しているものの、実際の値はコンセンサスや銀行が公表しているガイダンスを大幅に下回る水準にあります（政治的な背景があるかもしれません）。

とはいえ、仮にNIIが今後横ばいになったとしても、これはクレジット債にとっては問題ではなく、株価は、横ばいの業績見通しではなく、景気後退の環境を織り込んでいるとみています。

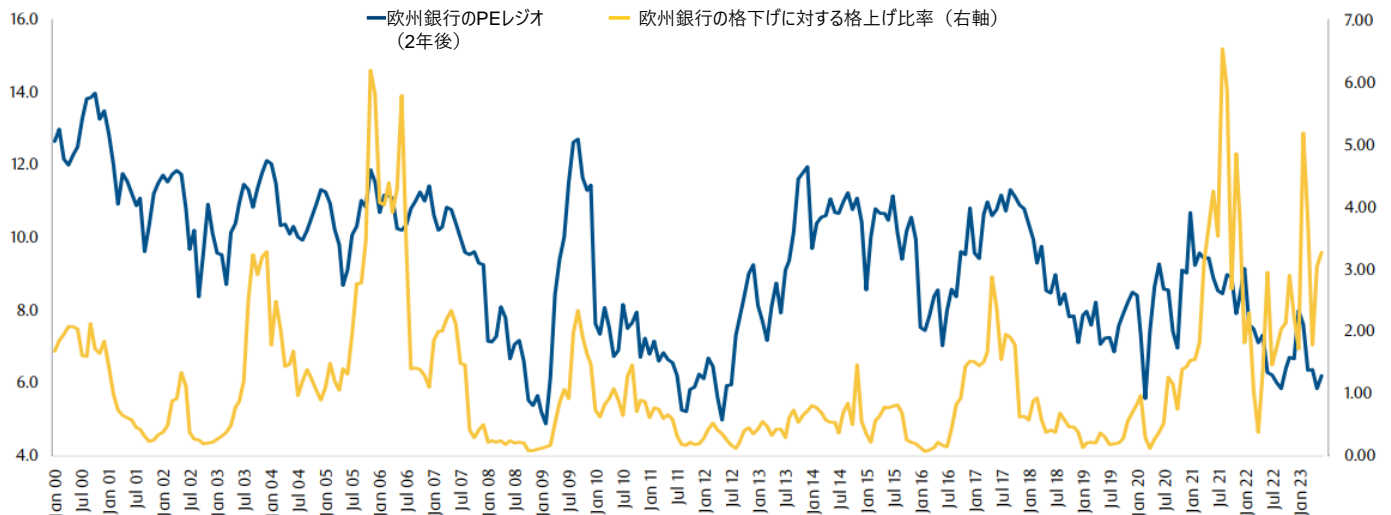
実際に、セクターの業績モメンタムと非常に低いPEレシオにはかつでないほどに乖離が見られます。

純金利収入が2023年後半及び2024年を通じて横ばいとなるのがコンセンサス予想



出所：Autonomous Research、2023年6月22日

1-2年後の業績予想に基づく格上げ／格下げ比率



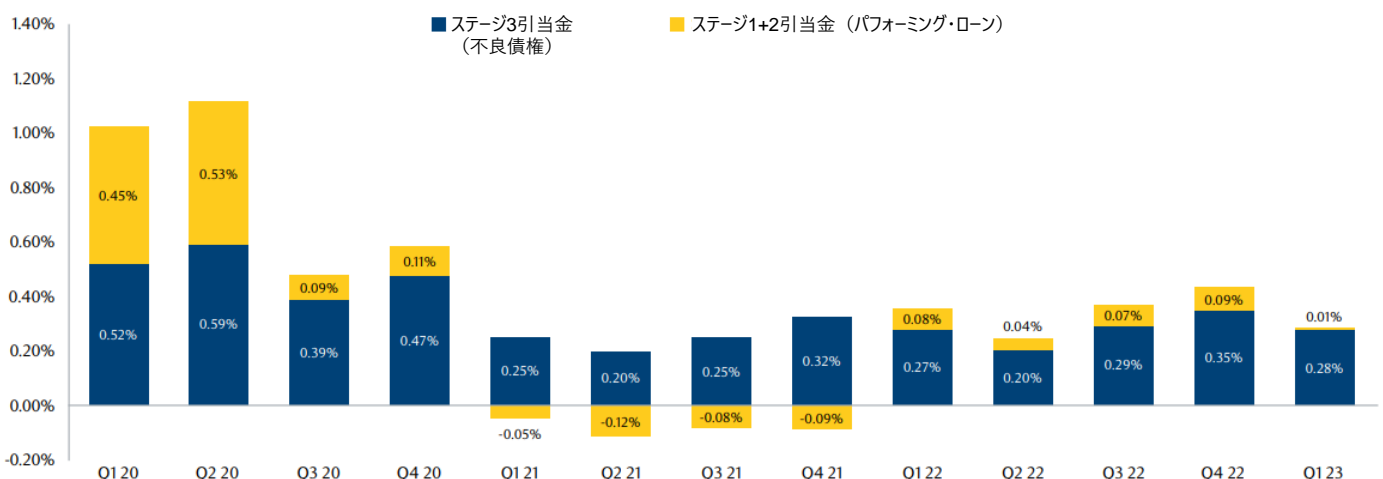
出所：Autonomous Research、Factset、Bloomberg、Visible Alpha、2023年6月22日時点のデータ

バランスシートサイドからみると、金利上昇がクレジットの質にもたらす影響への懸念が高まっており、銀行の貸出基準の厳格化が見られます。当然ながら、ある時点で不良債権残高の増加やセクター内でのばらつきの拡大が予想されるものの、現時点ではその傾向が見られていません。不良債権残高がサイクルを通じての水準を下回って推移しているだけでなく、銀行はパフォーマンス・ローンに対しても多額の引当金（500億ユーロ）を計上しています。

バランスシートサイドからみると、金利上昇がクレジットの質にもたらす影響への懸念が高まっており、銀行の貸出基準の厳格化が見られます。

米国市場での出来事を受けて、CRE（商業不動産）のエクスポージャーに対する懸念も高まりましたが、1-3月期は多くの銀行が追加情報を開示したことにより安心感がもたらされました。欧州銀行のローン残高におけるCREは平均的に約8%、平均的なLTV（Loan to Value、ローン・トゥー・バリュー）は52%であり、不良債権比率は極めて低く、全体のローンと同水準となっています。この堅固な内容は一部のひとにとっては驚きであるかもしれませんが、欧州中央銀行（ECB）の規制関連文書を熱心に見ている方であれば、CREが以前からECBの厳格な監視下に置かれていることをご存じかもしれません。2018年にはCREの実地調査キャンペーン、2021年に的を絞ったエクスポージャーの見直しが始まりました。それと共に、貸出基準は厳格化しており、この期間中、同セクターへのエクスポージャーが大きく増加しなかったことは安心感につながっています。

欧州銀行の貸倒引当金は2023年1-3月期で29bpsと、通常の水準である44bpsを大幅に下回る



出所：Autonomous Research、2023年6月22日

シリコンバレー銀行（SVB）やクレディ・スイスの混乱が起きた後に、流動性にも厳しい目が向けられました。繰り返しになりますが、市場で銀行への懸念広がったものの、流動性は非常に堅固で、預金フランチャイズも盤石な状態にあります。上述したように、預金ベータが低く、資金フローが堅調で、流動性カバレッジ比率（LCR）も安定しています。足元で翌日物預金からタム物預金に移行する動きも活発になり始めており、このトレンドは今後も続くと考えています。銀行にとってはいくらかのコストになりますが、これにより預金の粘着性が高まり、流動性の強化が期待できると考えています。

流動性に関連するものとしては、条件付き長期リファイナンスオペ（TLTRO）終了への懸念があります。TLTROは6月に1.3兆ユーロの巨額の債券が満期を迎えることになっていますが、これが個別銀行や市場に与える影響については引き続き楽観的にみえています。2023年1-3月期に新規発行は大幅に増加しており、銀行は市場環境を利用して新規発行を大幅に前倒したことから、年間予定額の70%の調達に既に完了したと予想しています。また、8,000億ユーロがすでに返済されているほか、個別銀行の返済資金としてECBに4兆1,000億ユーロの翌日物預金が残っています。それだけではなく、ECBとイングランド銀行（BoE）は、銀行部門における最後の貸し手としての役割を認識しており、銀行の明確な担保基準を設定し、流動性確保のために利用可能な幅広い制度の準備があることを強調しています。さらに、銀行セクターは継続的にストレステストを行うことが奨励されており、TLTROの返済からのストレスを防ぐことができるという安心感につながっています。

欧州銀行対米国銀行

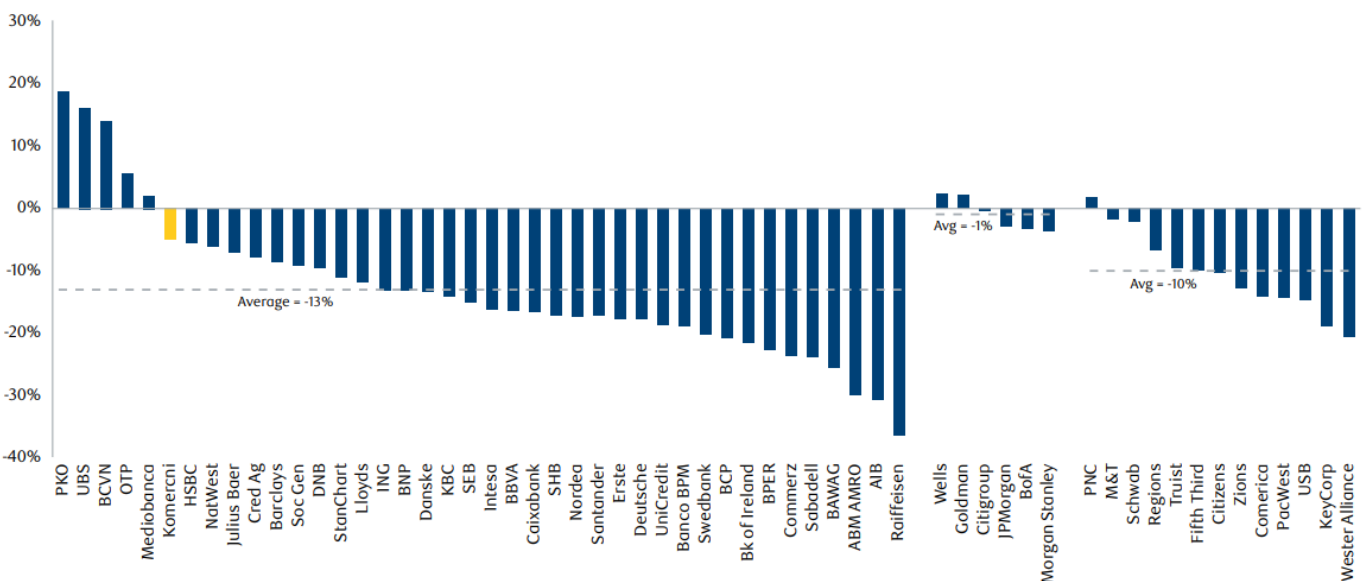
世界金融危機以降、欧州では長きに亘ってファンダメンタルズの改善に取り組んで来ましたが、米地銀セクターから生じたストレスをきっかけに多くの方が疑問を抱き始めました。我々はこの見方に賛同しておらず、欧州銀行において米地方銀行と同程度の調整がみられたことに非常に驚いています。米地銀は台風の目であり、ストレスがさらに高まる可能性があると考えています。

しかし、コンセンサスがNIIがピークに近づきつつあることを示唆する一方、我々はピークまでさらなる余地があると考えています。預金ベータ（利上げの影響が預金者に転嫁されるペース）は予想を大幅に下回っており、付け加えると今年に入ってから更なる利上げが織り込まれています。

市場は、欧州銀行が遵守するバーゼル基準と、米国銀行が遵守する規制制度における違いや、現在の運営環境は欧州銀行セクターにより有利であることを十分に理解していないとみえています。

SVBで起きた出来事（同社のビジネス・モデルによる個別材料であるところが大きい）が米国地銀セクター全体の青写真ではないと考えているものの、実際に起きたことの事後検証は、規制体制の違いを明確にする良い機会だと考えています。米国の規制の枠組みのなかでは、米国の地方銀行（連邦預金保険公社（FDIC）が定義するカテゴリーII以下の銀行）は、売却可能有価証券（AFS）のポートフォリオを時価評価する必要がありません。これらは有価証券ポートフォリオの中で最も流動性の高い部分で、トレジャー・マネジメントに使用されています。

2023年3月初旬以降の2年後業績予想の修正による株式価格の変化



出所：Autonomous Research、Bloomberg、ハイライトされたKomercniは直近の1-3月期決算において純金利収入が予想を大幅に下振れました。2023年6月22日時点のデータ

新型コロナ以降、多くの銀行では預金が大幅に増加しましたが、金利の上昇により、顧客は預金を引き出し始めました。これは特に米国で顕著であり、短期金利は既にかかなり高くなっており、マネー・マーケット・ファンドという利用しやすい代替手段もあります。SVBはこのような環境のもと、同時に多額のデュレーション戦略を取り、全ての預金を長期の有価証券に投資していました。ポートフォリオの質は問題ではなかったものの（ほとんどが米国債とエージェンシー・モーゲージ担保証券（MBS）に投資）、SVBが問題となったのは、預金の流出資金を調達するために、これらの証券を売却した結果、銀行の資本構成に反映されていなかった多額の資本損失が可視化したことでした。これによって管理ミスに目が向けられ、その結果、銀行の経営が悪化し、最終的に破綻に至ったのです。

欧州の銀行の良好な経営環境

欧州の銀行及び米国のグローバルなシステム上重要な銀行（GSIBS）が保有する証券ポートフォリオの構成は、SVBで見られたものとは全く異なっています。金利リスクに関するバーゼル勧告を完全に反映させているからです。これによって、銀行は金利変動が資本に与える影響を継続的に開示することになります。つまり、このような銀行はポートフォリオを時価評価しなければならず、金利の変動とその後の評価への影響は既に銀行の資本構成に反映されています。加えて、バーゼル規制の対象となる銀行は金利が200bps変動しても自己資本比率に15%以上の影響を与えないように、取得可能な金利リスク量が制限されています。これらの規則の組み合わせは、欧州の銀行が取るデュレーション・リスクが極めて限定的であることを意味し、金利変動が自己資本比率に与える影響を軽減しています。

「欧州の個人預金者向けのマネーマーケットはあまり発達しておらず、金利差はまだ米国ほど大きくありません。」

バーゼル規制を通じて、欧州の銀行は流動性カバレッジ比率（LCR）要件と安定調達比率（NSFR）要件のどちらも満たさなければなりません。これらの比率は、銀行が30日間、市場にアクセスできない場合の資金流出をカバーするために十分な流動性を維持することを求めています。すなわち、1年間に必要な安定調達額に対する利用可能な安定調達額の比率を示しています。これらの要件には抜け穴があるかもしれませんが、クレディ・スイスの経営破綻を受け、精査の対象となっているものの、米国の地方銀行が遵守する必要のない追加的な規制です。欧州においてSVBのような事象が発生することがないさらなるプロテクションと言えるでしょう。

既述の通り、欧州の銀行を取り巻く経営環境は、逆風に直面していると思われる米国の銀行と比較すると、現時点では良好だと考えています。その背景は以下の通りです：

- 米国では金利上昇により、預金者が預金を引き出してマネー・マーケット・ファンドを購入するポイントに到達しています。これが直接的に資金繰りのストレスに繋がらないとしても、銀行が安定した資金調達の基盤を維持するための資金調達コストは劇的に上昇します。欧州ではこのようなストレスはまだ生じていません。欧州の個人預金者向けマネー・マーケットはあまり発達しておらず、金利差はまだ米国ほど大きくないため、預金状況ははるかに安定しており、今後もこの傾向が続くと予想しています。
- 欧州の銀行の金利リスクは、米国の銀行に比べてはるかに小さくなっています。SVBの破綻は米国地方銀行のリスクを浮き彫りにし、地方銀行は今後、規制当局と市場の両方からより厳しく精査されることになり、このことは将来のリターンに影響を及ぼすでしょう。
- 米国では欧州と比較して逆イールドが進んでいます。銀行は償還時の借り換えによって収益を上げます。欧州の銀行がマイナス金利に苦しんだことと同様、逆イールドも収益性にとって深刻な逆風となります。
- 商業用不動産のエクスポージャーの問題は、欧州よりも米国の方が大きいようです。地方銀行の地方CRE市場へのエクスポージャーは、欧米の大手銀行よりもはるかに高くなっています。資金調達の懸念に対応して融資を抑制したため、これらの市場にはより大きな圧力がかかり、地方銀行の不良債権や与信コストの増加に繋がる可能性が高くなっています。
- 今回の事態を受けて、米国の地方銀行に対する規制が大幅に変更されることを予想しています。5大銀行のうち3行が数カ月以内に破綻し、規制当局の対応が進まないということは、ほとんど考えられません。欧州の銀行は過去10年間、極めて厳しい規制のもとで監視下にあり、収益性を犠牲にしてバランスシートの強化を推進してきました。米地銀に対しても同様の流れが見られると考えています。

規制の変更

クレディ・スイスを巡るスイスの金融市場監督当局（FINMA）の措置以来、欧州の規制当局が「欧州の銀行の資本構成において重要であり続ける」と表明したことから、AT1債の下支えとなる前向きな変更が加えられるかもしれないとの噂が市場で数多く聞かれるようになりました。しかし、規制当局によるエンゲージメントが顕著に増加しているとはいえ、変化が間近に迫っているとは思えません。欧州の銀行当局であるSRB（単一破綻処理委員会）及びEBA（欧州銀行監督機構）とのエンゲージメントでは、この資産クラスを支援したいものの（スイス当局の行動の翌日に発表されたECBとの共同声明、投資家との継続的なエンゲージメントを指摘）、拙速な決定を下すことは必要なく、賢明でもないと考えているようです。したがって、今後、変更が行われる可能性は否定できないものの、スイスでの出来事からルールブックが再開されるまでには、ある程度の時間が必要だというのが私たちの見解です。

バリュエーション

米国での出来事とクレディ・スイスの破綻を市場が消化するなかで、AT1債は大幅な調整に見舞われました。規制当局からのコメントや第1四半期の決算は市場に安定感を与える一因にはなったものの、スプレッドは依然として非常にワイドな水準にあります。

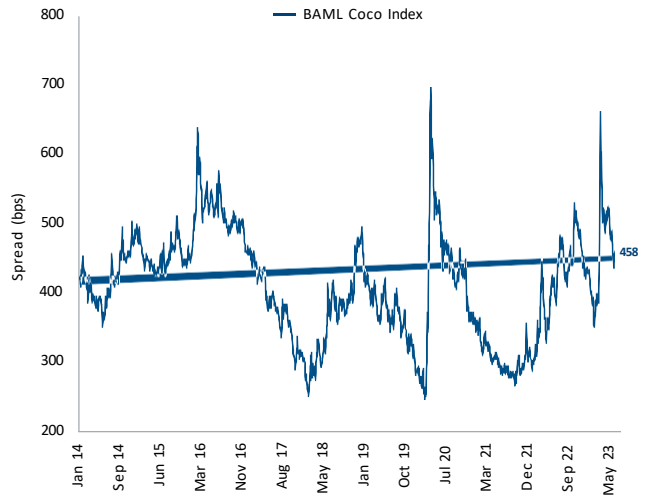
年初来でスプレッドが最も縮小した時点は352bpsでしたが、クレディ・スイス救済後の週には659bpsまで拡大しました。それ以降はやや反発が見られ、現在は458bpsのスプレッド水準となっています。

スプレッドはかなり回復したものの、歴史的に見ればまだ非常に高い水準にあり、同時にリスクフリー・レートは金融危機前の水準にあります。その結果、資産クラスの利回りは約8.5%（6月22日現在）となっており、特にデュレーションがかなり短いという特性と、金利上昇の恩恵をファンダメンタルズが受けるセクターとしては、非常に魅力的に見えます。

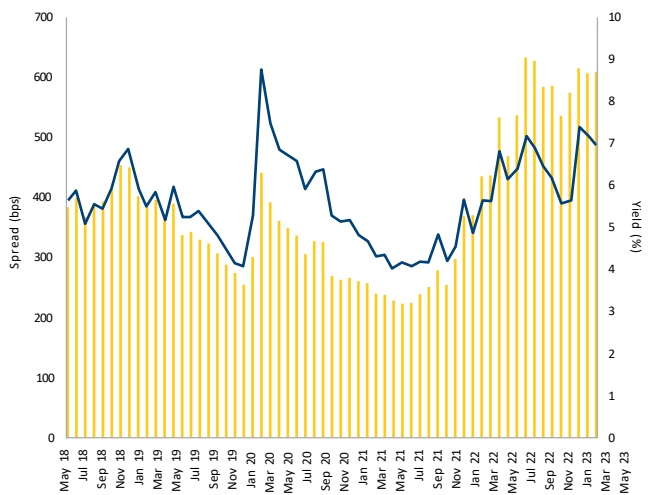
対照的に、CoCo債インデックスの設定以来、プレッド水準に対する12カ月フォワード・リターンを示しています。ヒストリカル・リターンの「ベストフィット」ラインを用いると、現在のスプレッド水準は、今後12ヶ月間のリターンは2桁台になると予想されます。さらに、この予測モデルは、利回りがインデックス開始以来の高水準にあることを考慮しておらず、このことは今後一年間のトータル・リターンにも影響する可能性があるでしょう。

ファンダメンタルの背景と合わせると、この水準のリターンは現実的に達成可能であると、とても前向きに考えています。

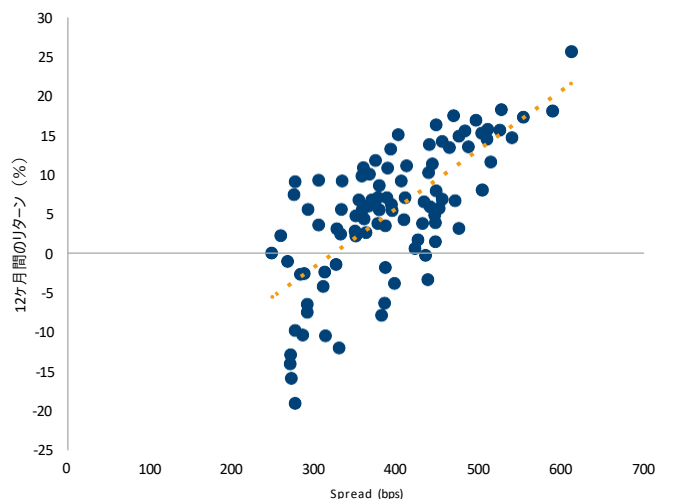
バリュエーション



ICE BofA COCO債インデックス



スプレッドに対する12ヶ月間のリターン



市場のテクニカル要因

AT1債のファンダメンタルズを考慮すると、最近のバリュエーションはテクニカル要因にかなり左右されていると考えています。銀行セクターにおけるイベントを受けて投資家がリスク選好度を見直したため、資金フローは厳しいものとなりましたが、こうしたテクニカルな力学がより友好的なものになったと慎重ながらも前向きに見ています。

資金フローの面では、このニュースを咀嚼するために最終投資家が当初身を引いたものの、クレディ・スイスと米国の地方銀行のストレスという個別材料に対して投資家が安心感を得るにつれて、資金フローはバランスがかなり取れてきました。規制当局が最前線に立って市場に対応をしたことでトーンは改善したものの、銀行自身も市場を安定させるために積極的だったことは印象的でした。ドイツ銀行が預金残高に関する詳細なデータを迅速に提供したように、情報開示が強化され、強固な資本基盤が構築されたことで、いずれの銀行も長期にわたって市場で無理な資金調達を行う必要はなく、最初のコール期日におけるAT1債の継続的なコールの実行により、テクニカルな状況を好転させることができました。

コールとノンコールの比較

延長リスクと、発行体が最初のコール期日でAT1債をコールする傾向に関する議論は継続的に行われてきましたが、特に過去1年半で金利が大きく動かなかままです活発となりました。RBCブルーベイはこのようなりスクを抑制するため、常にスプレッドが高い水準でリセットされる債券を選好してきたものの、発行体が資本コストについて総合的な見方をするという考えを継続的に持っています。発行体がある債券のコールを実行するかしないかを決定する際、クレジット・カーブや負債、資本の様々な階層における資本コスト全体を考慮する可能性が高い、ということの意味しています。

発行体は、個々の債券についてコールを実行しないことが a)資本コスト全体、b)市場でのレピュテーションに与える影響を考慮して、その決定を下すと考えられます。私たちの経験では、最も洗練された発行体はこのダイナミズムを理解し、これら2つの要素を管理しようとするところから、その決定はある特定の債券の経済的影響に基づいていない場合が多いでしょう。

実際、3月以降、UBS、ウニクレディト、BBVA、HSBCはいずれも当初は借り換えを行わず、このようなアプローチをとっています。特にUBSについて、今年1月にリファイナンスなしでコールを実行しましたが、この債券はその時点で、市場で最もリセット水準が低い債券であり、他の発行体がこれに追隨する前例となり、AT1債の年初の好調な滑り出しに貢献することとなりました。

「規制当局が最前線に立って市場に対応をしたことでトーンは改善したものの、銀行自身も市場を安定させるために積極的だったことは印象的でした。」

コールの実行に対するこの計画的なアプローチは、市場に非常に好影響を及ぼしました。先週はBBVAとキプロス銀行の発行によりAT1債市場が再開しましたが、第2四半期決算を控えた今、発行が出来る期間は限られていることから、このポジティブなテクニカル動向は夏の間も維持されるでしょう。年後半に発行がより正常化する前に、市場には回復をする時間が与えられているでしょう。



今後の見通し

特に欧州の銀行が十分な引当金を維持し、金利上昇の環境により引き続き恩恵を受けていることから、銀行セクターのファンダメンタルズの強さを引き続き前向きに捉えています。この2週間、銀行は信用危機の震源地にありましたが、今やそれは収束し、市場はようやくテクニカル面の改善のもとで、より前向きな見通しを持てるポイントに来ていると考えています。

銀行の債券価格の動きは、こうしたファンダメンタルズに反しているように見えますが、時間の経過とともに是正されると確信しています。中央銀行が目先の見通しを上方修正し続けているにもかかわらず織り込まれている景気後退の可能性を考慮しても、銀行セクターはかなり盤石なポジションから景気後退に入ることとなります。

銀行は非常に好調な収益を上げており、資本の水準は史上最高の水準に近く、不良債権は過去最低水準に近い状況です。ストレス時にこれらの要因が見落とされがちであることは慎重に捉えていますが、ファンダメンタルズは常に最終的には具現化するものであると考えています。

「市場はようやくより前向きな見通しを持てるポイントに来ていると考えています。」

AT1債のスプレッドがこの水準に達した場合、通常、その後12か月間のリターンが2桁になることは前述の通りです。高金利の環境という観点から見た場合、欧州銀行のAT1債は非常に魅力的なリターンを提供するものと引き続き考えています。



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主な手数料や費用等は以下になります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。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。

ロング・オンリー戦略 (年率、税抜き)					オルタナティブ戦略 (年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	Emerging 債	パブリック・ファイナンス	転換社債	運用戦略	トータル・リターン	絶対リターン
運用管理報酬 (上限)	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%	運用管理報酬 (料率範囲)	0.50% - 1.10%	0.90% - 1.35%
					成功報酬 (料率範囲)	0.00% - 20.0%	0.00% - 20.0%

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。その他、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詳しくは、弊社担当者にお問い合わせいただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

■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が替変動

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又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

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、別途記載のない限り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、当社の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。

以上