



RBC BlueBay
Asset Management

欧州の銀行 秋の太陽はまだ輝いている



ジェームズ・マクドナルド
ブルーベイ・シニア・ポートフォリオ・
マネジャー

RBCブルーベイ・アセット・マネジメント

2023年10月

「追加利上げの織り込みはかなり適正なものとなりながらも、預金ベータは18%と非常に低い水準を維持しています。」

投資適格の金融債のスペシャリストであるジェームズ・マクドナルドは、欧州銀行セクターは回復力を持つと考え、前向きなムードが削がれる可能性は低いとみています。

7月に、上半期には好調を維持する銀行セクターの中で複数の銀行が破綻するという二律背反の事態に直面したことを振り返りました。第2四半期の業績、ストレステストの結果、経営見通しのアップデートを受けて今年の残りの期間を展望し、今後一年から一年半の銀行セクターに対して極めて前向きな見方を続けています。

私たちの予想通り、第2四半期の業績は特に好調で、銀行の95%が10四半期連続でコンセンサス予想を上回りました（上昇しました）。預金ベータの上昇によってもたらされる純利息の収益に関して、市場、そして実際に企業の経営陣が悲観的になりすぎているようだ、と、夏前には指摘しました。アナリストの予想では、預金ベータは年末までに40~50%に達するとされていたものの、私たちにはこれは保守的な数値だと映りました。

実際のところ、追加利上げの織り込みはかなり適正なものとなりながらも、預金ベータは18%と非常に低い水準を維持しています。預金ベータの終点は2023年でさえアナリストの予想を大きく下回るという見方を続けています。よって、今年の残りの期間も引き続き、業績及び業績予想を上方修正する強力な原動力となるでしょう。

雲行きは怪しい？

資産の質も堅調さを維持しています。雲行きが怪しくなってきた可能性はあるものの、不良債権は依然として低い水準にあり、非常に保守的な経営ガイダンスや市場参加者の予想を下回っています。第2四半期の不良債権の処理コストは平均で30bpsであり、正常な状況であれば、その水準は50bpsに近いと予想されます。

引当金の繰入額の67%は不良債権ではなく、予防的な引当金の繰入額に関連するもので、銀行が今後の経済的な圧力に対応するために引き出せるバッファを積み上げています。引当金の繰入額がこのまま低水準で推移するとは思いませんが、複数の銀行がガイダンスを下限、あるいはガイダンスのレンジを下回るものに修正するなか、夏に経営陣が当面の見通しに自信を深めています。

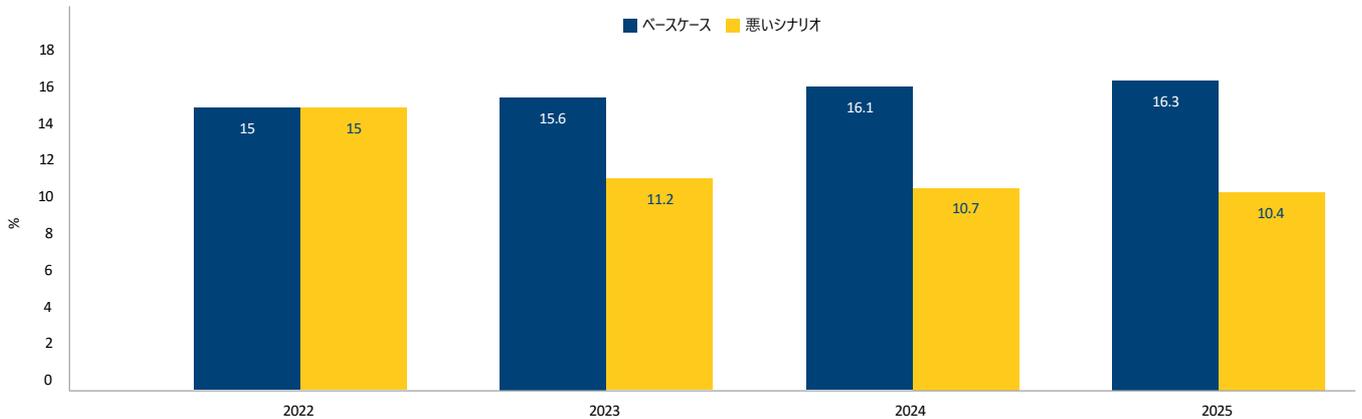
ストレステストは有望

夏に発表された年2回のストレステストの結果は非常に安心できるものでした。マクロ経済のシナリオはこれまでで最も厳しいもので、GDPは5.9%減、失業率は12.4%に上昇、住宅価格は20%下落、商業用不動産（CRE）は29%下落したことを想定したものでした。

そのなかでも、普通株式Tier1（CET1）の低下幅は、以前のストレステストでは見られなかった程に小さくなりました。銀行セクターははるかに盤石な状態がスタート地点となっており、金利の上昇によって収益が改善することで、損失を吸収することができます。

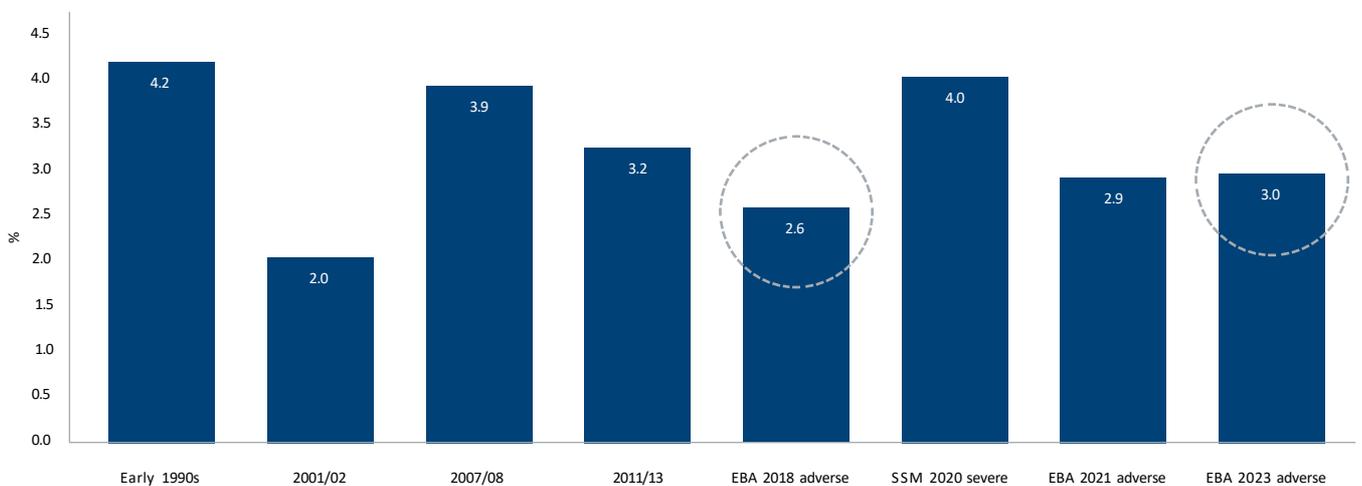
3年間の累積引当金の過去のピーク時を見てみると、ストレステストはワーストケースとしてかなり現実的なもののように見えますが、（特に現状においては）過去とはかなり異なる軌道を維持しています。

図1：悪いシナリオにおけるCET1 比率は459 bps低下し、10.4%となる



出所：欧州銀行監督機構（EBA）、2023年9月

図2：過去の景気後退とストレステストにおける3年間の累積引当金繰入額



出所：会社データ、EBA、ECB SSM、Autonomous Researchの推計、2023年9月

自社株買いプログラムが明るいムードを支える

ストレステストから安心感を得たのは投資家だけではないようです。夏の間、数多くの監督当局が銀行セクターのレジリエンスを明確にしました。行動は言葉よりも雄弁であるとの格言どおり、ここ数カ月間に数多くの大規模な自社株買いプログラムが承認されており、今年中にさらに多くの自社株買いが行われる見込みです。実際、株主還元の水準は2007年以前の水準を上回っており、資本の水準も上昇傾向が続いています。過去と比較して見ても、自社株買いによって銀行セクターの発行済み株式数は減少しており、これは株価の下支えになると見られます。

バリュエーションは依然としてファンダメンタルの強さから乖離

このような明るい雰囲気と、3月の出来事からの市場の動きにも関わらず、銀行セクターのバリュエーションは盤石なファンダメンタルズとは大きく乖離したままであると考えています。株式のバリュエーションは、業績の上振れが続いているにも関わらず、過去のPERや低い水準での取引が続いています。信用スプレッドは多少回復したものの、バランスシートの強さと回復力が明らかに証明されているにも関わらず、依然として極めて高い水準にあり、過去3年間の最も拡大したスプレッドと近い水準にあります。

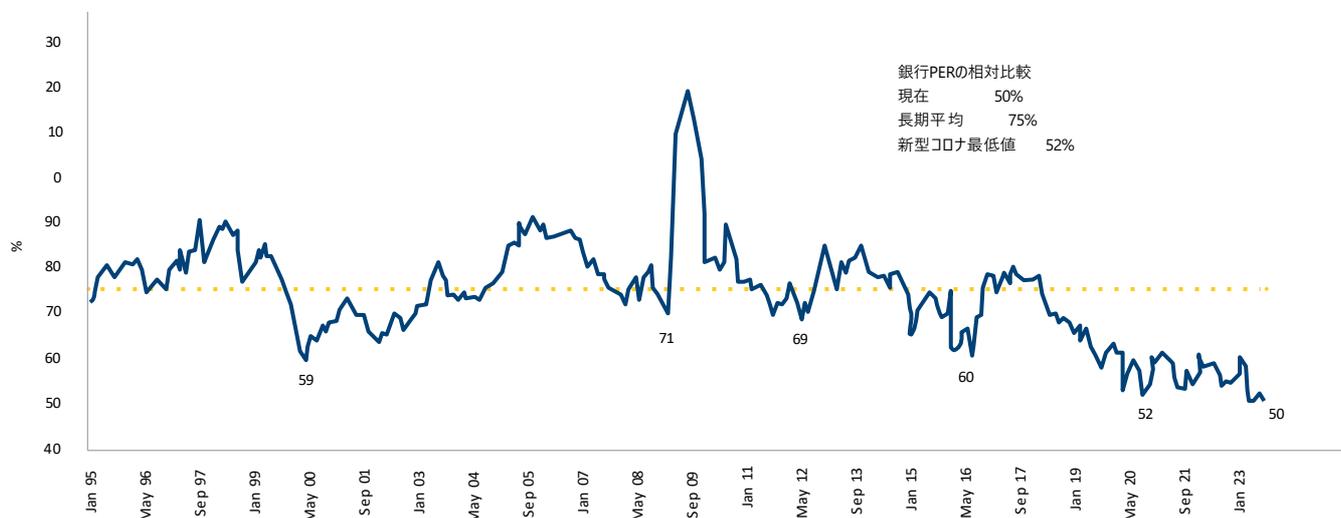
「ストレステストから安心感を得たのは投資家だけではないようです。」

図3: PER（絶対水準）は過去最低水準に近づく



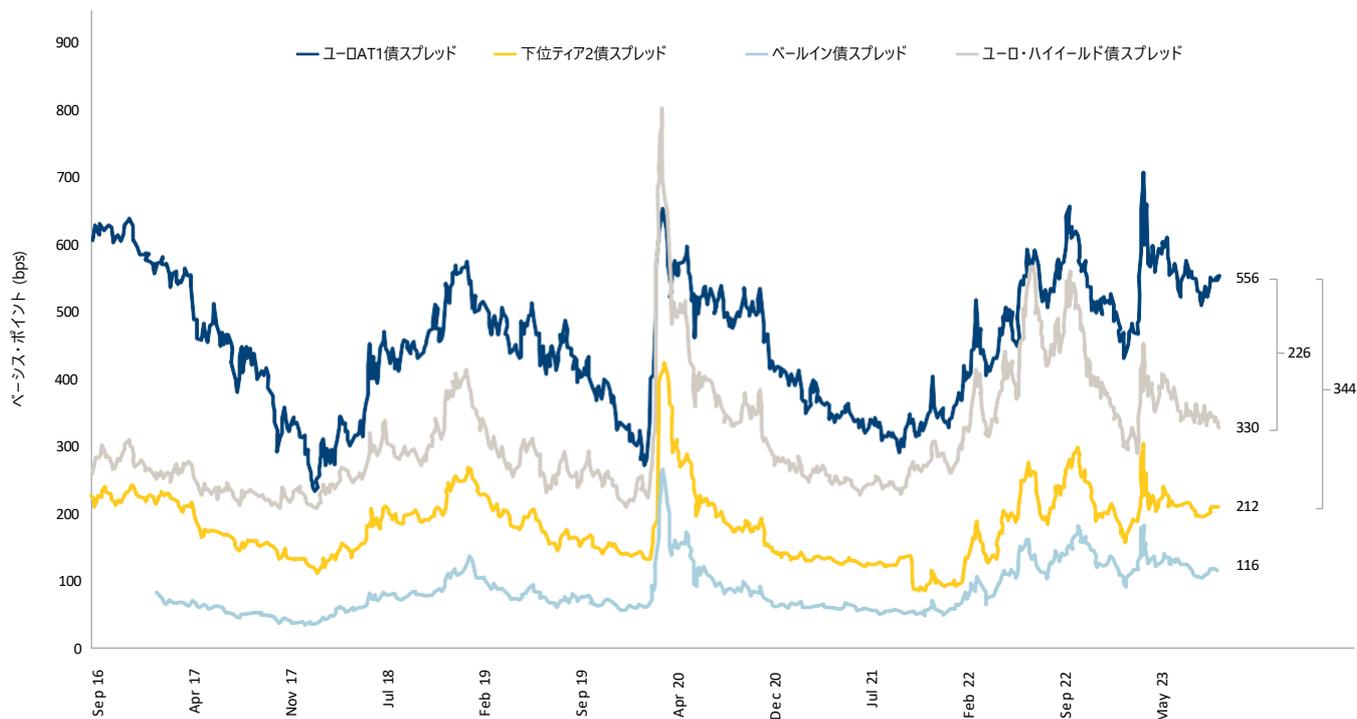
出所: データストリーム, ブルームバーグ, 2023年9月

図4: PER（相対水準）



出所: データストリーム, ブルームバーグ, 2023年9月

図5: ユーロAT1債 vs 下位ティア2債 vs パールイン債 vs ユーロ・ハイイールド債BB格 (スプレッド)



出所: JPMorgan, 2023年9月11日時点

今後の見通し

市場価格はダイナミックで常に進展しているものの、ファンダメンタルズは常に長期的な視点で見えるものです。この点を考慮すると、欧州の銀行には今後数カ月間、非常に魅力的なリスク・リターンを提供していると考えています。当面は、その見解を覆すようなものは見当たらないと見なされています。



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。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