



RBC BlueBay
Asset Management

欧州の銀行は2008年当時とは異なります AT1債を再考すべき時でしょうか



マーク・ステイシー
シニア・ポートフォリオ・マネジャー

2026年5月

多くの投資家にとって、銀行債には依然として2008年の世界金融危機の記憶が残っています。しかし、欧州の銀行セクターは現在、より潤沢な資本を持ち、より厳格な規制を受け、より収益性が高くなっているため、投資適格債チームのシニア・ポートフォリオ・マネジャーであるマーク・ステイシーは、AT1債を再考すべき時であると考えています。

ポイント:

- ▶ 欧州の銀行は2008年当時よりも構造的に強固になっています：資本のバッファの拡大、規制監督の強化、バランスシート規律の大幅な改善により、欧州の銀行はより強固な立ち位置から、不透明な時期に入ることができます。
- ▶ 予測可能な収益性は銀行のレジリエンスの源泉となっています：金利上昇とイールドカーブのスティープ化が純金利収入を支え、より強力で予測可能な収益の実現に寄与しています。
- ▶ 銀行のバリュエーションはまだ改善を十分に反映していない可能性があります：堅固なファンダメンタルズにもかかわらず、銀行株のバリュエーションは長期平均を下回ったままであり、市場は資本と収益性の強化による下支えをまだ十分に認識していない可能性を示唆しています。

感情的に考えてしまいがちですが、**欧州の銀行は新たな視点で見直す価値があります**。多くの投資家にとって、銀行債は依然として、銀行が世界金融危機（GFC）の中心にいた2008年の記憶を呼び起こします。当時、バランスシートは膨らみ、自己資本比率は低く、金融システムへの信頼は大きく揺らぎました。

今日、それらの記憶は投資家の間に広がる新たな不確実性と衝突しています。地政学的リスクが再び注目される中、原油価格主導のインフレ圧力、金利上昇予想、成長見通しの鈍化により、投資家はリスク許容度を再評価しています。

したがって、投資家が銀行への貸出、特にその他Tier1（AT1）債などの劣後商品を通じた貸出に慎重であることは理解できます。AT1債は銀行が深刻なストレス下にある期間に損失を吸収するよう設計された永久債であり、そのリスクは無視されるべきではありません。しかし、慎重であることが、改善した今日の欧州銀行セクターをGFC以前のレンズを通して見ることを意味するべきではありません。

欧州の銀行の資本水準は、過去最も堅固な水準圏にあると 言うてよいでしょう

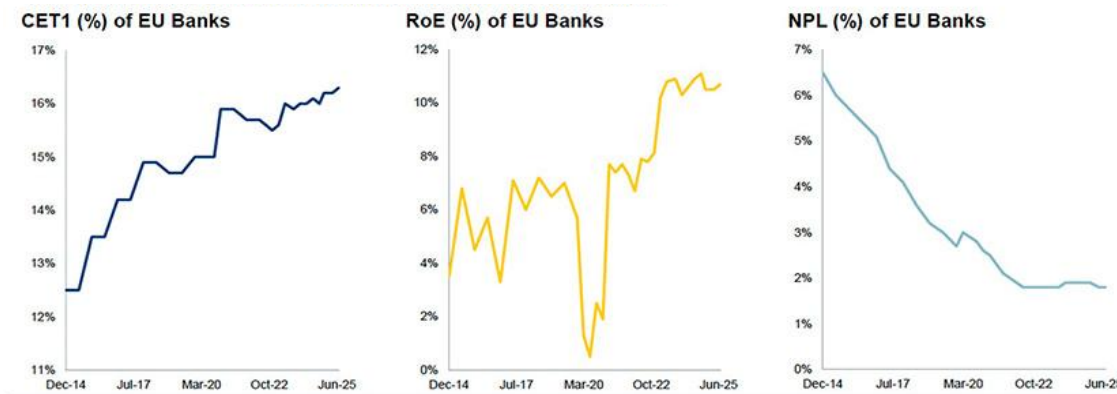
銀行にとっての出発点は潤沢な自己資本です。普通株式等 Tier1 (CET1) 資本は、劣後債保有者が影響を受ける前に、銀行のバランスシート上で最初の損失吸収クッションを提供します。

2008年以前、多くの欧州の銀行ははるかに低い自己資本のバッファーで運営されていました。しかし、GFC以降、欧州の銀行は主にバーゼルIIIの実施によって推進される、自己資本要件、流動性の改善、監督の強化に焦点を当てた包括的な規制改革に直面してきました。主要な変更点の中で、AT1債は銀行の資本構造における追加的な損失吸収層として導入されました。

今日、欧州の銀行セクター全体のCET1水準は16.3%¹まで上昇し、資本水準はおそらくこれまでで最も堅固な水準圏となっています。これを大局的に見ると、バーゼルIII以前のより幅広い指標を使用した場合、GFC以降、欧州の銀行の自己資本はリスク加重資産において2倍以上に増加しています²。

図表1: ファンダメンタルズはかつてないほど堅固

これにより銀行は低成長環境でもパフォーマンスを発揮できるはず

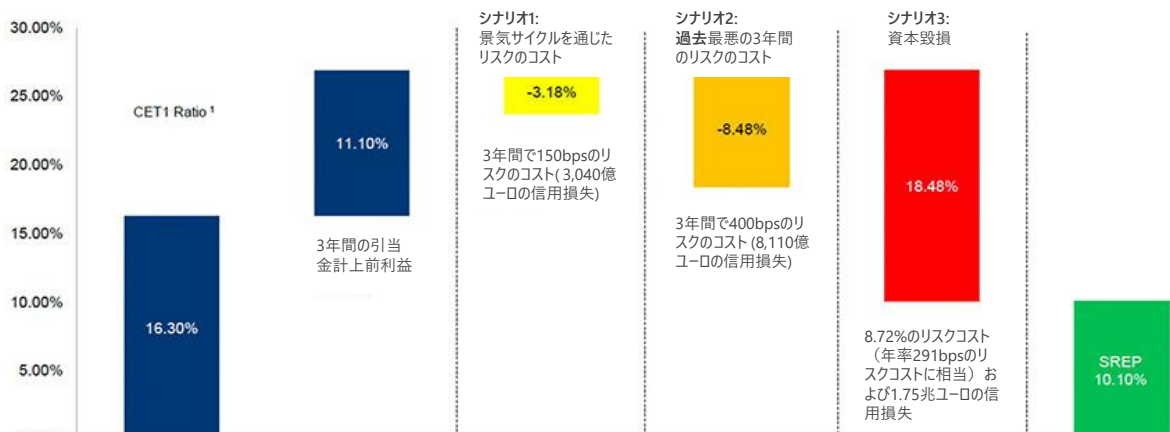


出所: EBA、2026年1月時点

収益だけでなく、ビジネスモデルも改善しています

銀行収益の構成も良い方向に変化しています。欧州の銀行は2008年当時と同じビジネスではなく、自己勘定取引やその他の変動の大きい収益源への依存度が低下しています。今日、銀行はより公益事業的で予測可能な収益ミックスを提供しており、貸出、アドバイザー業務、バランスシート規律により重点を置いています。図表2は、このより強固な資本と収益性の基盤が、さまざまなストレスシナリオの下で劣後債投資家にいかに保護を提供できるかを示しています。

図表2: 自己資本バッファーのストレステスト



出所: RBC GAM、ECB、2025年12月31日時点
SREP = 監督上の検証・評価プロセス。

これは重要です。なぜなら、自己資本のバッファーが大きいほど、銀行の資本構造においてAT1投資家の下にある保護が大きくなるからです。

銀行の収益性向上は投資家保護の追加的な厚みを提供します

2008年の危機後数年間、欧州の銀行は低い株主リターン、厳しい規制、限定的な収益力と結び付けられていました。その状況は変わりました。今日、金利上昇とイールドカーブのステープル化が純金利収入を支え、一方でより力強い収益は、銀行が信用損失を吸収し、資本を再構築し、貸出を行うための能力を高めています。

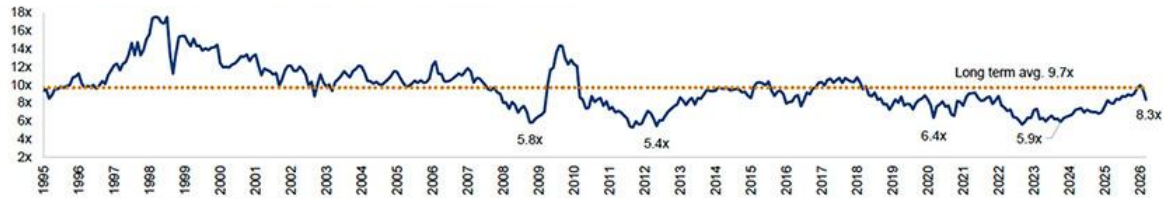
債券投資家にとって、その建設的な収益見通しは、収縮した不良債権と相まって、同セクターが低成長環境をより上手く乗り切ることができることを示しています。これらを総合すると、より健全な銀行セクターの背景を示しています(図表1)。

バリュエーションはおそらく欧州の銀行の現状を完全には織り込んでいません

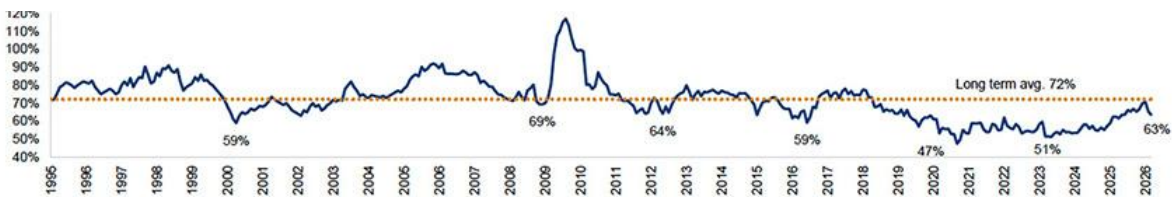
より強固な資本とリターンにもかかわらず、欧州銀行株のバリュエーションは長期平均を下回っています（図表3）。私たちの見解では、これは市場が銀行のファンダメンタルズの改善をまだ十分に認識していない可能性を示唆しています。AT1投資家にとって、これは、たとえバリュエーションがその変化を完全に反映していなくても、より強固な資本と収益性が銀行の資本構造を支えていることを意味します。

図表3: 絶対および相対PERは銀行が割安であることを示しています

コンセンサス予想収益に基づく欧州銀行のPER



コンセンサス予想収益に基づく欧州銀行の相対PER



出所: Autonomous Research, Bloomberg, Datastream, 2026年3月20日時点

コンセンサス収益に基づき、過去のデータは第2会計年度に基づいています。2010年のデータはBloombergに基づき、2年ブレンドの予想収益です。

AT1債の投資理由

AT1債の投資家にとって、本稿執筆時点の1桁台後半の利回りは、現在の銀行ではなく、依然として2008年当時の銀行に対する過去の評価を反映している可能性があります。主要な債券インデックスから除外されているAT1債は、銀行の資本構造上、隣接している資産と比較しても魅力的なバリュエーションを維持していると言え、追加的な利回り獲得の可能性を生み出しています。

それは、リスクがないということではありません。AT1債のクーポンの支払いは取り消される可能性があり、債券は予想どおりにコールされない可能性があり、究極の場合には損失を吸収する可能性があります。このため、アクティブな銘柄選択、発行体分析、規制当局との対話が不可欠となります。

AT1債は真空状態で機能するわけではありません。その投資判断は、銀行の健全性に左右されます。欧州の銀行は、もはや投資家が覚えている2008年当時のような脆弱で資本の薄い金融機関ではありません。AT1債のリスクは依然として慎重に検討する必要がありますが、同セクターの資本力、収益性、ビジネスモデルの質は良い方向に変化しています。投資家にとって、この変化は新たな視点で見直す価値があると考えています。

1 欧州銀行監督機構。2026年3月23日付レポート。

2 欧州中央銀行。2025年6月11日付レポート。

ディスクレーム

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 資産運用業協会会員、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ようになります。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。

(年率、税抜き)	債券戦略				株式戦略
	ベンチマーク戦略	トータル・リターン戦略	絶対リターン戦略	プライベート戦略	
運用管理報酬（上限）	0.70%	1.30%	1.30%	1.55%	1.00%
成功報酬（上限）	-	20.00%	20.00%	20.00%	-

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をいただくか、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

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



RBC BlueBay
Asset Management