

---

# PORTFOLIO INSIGHTS

米国銀行：魅力的な投資機会

2018年7月



## はじめに

米国銀行業界には、現在、魅力的な投資機会が存在しています。景気サイクルおよび銀行業界を取り巻く構造的な環境変化の双方が追い風となっています。さらに、バリュエーション面では、PBR（株価純資産倍率）が長期平均と比較して割安な水準にあります。こうした背景から、私達は米国銀行業界に対して強気に考えています。

景気サイクルの観点では、米国の力強い景気回復を受けて、FRB（米連邦準備制度理事会）は、長期間続いたゼロ金利政策の解除および利上げの実施、また量的金融緩和政策の終了および保有資産の縮小など金融政策の正常化に着手しています。

多くの米国銀行にとって、金利上昇が利ざやの拡大および収益拡大につながると考えられます。加えて、力強い米国経済を背景に、貸出の増加や貸し倒れが低水準にある良好な信用環境が続くことが期待されます。

構造的な環境変化の観点では、金融危機後に導入された厳しい金融規制が徐々に緩和されています。また、2017年末に成立した法人税減税についても、従来高い税率を負担してきた米国銀行業界にとっては大きな恩恵となります。このことは、2018年の利益成長を加速させるだけでなく、ROA（総資産利益率）やROE（自己資本利益率）の改善にもつながります。

さらには、米国の銀行業界は過去30年間で大きな構造変化を遂げてきています。1985年には約18,000行あった銀行数が、2017年末時点で5,700行弱にまで減少しており<sup>1</sup>、業界における過当競争の緩和や効率性の改善につながっています。この傾向は、少なくとも今後10年は続くと考えています。

## 景気拡大： 金利上昇による利ざやの拡大

総じて、景気拡大や構造的な環境変化による追い風に加えて、魅力的なバリュエーションも好材料と見られ、米国銀行に投資する好機と考えられます。

### 米国銀行は先進国の銀行の中で相対的に優位

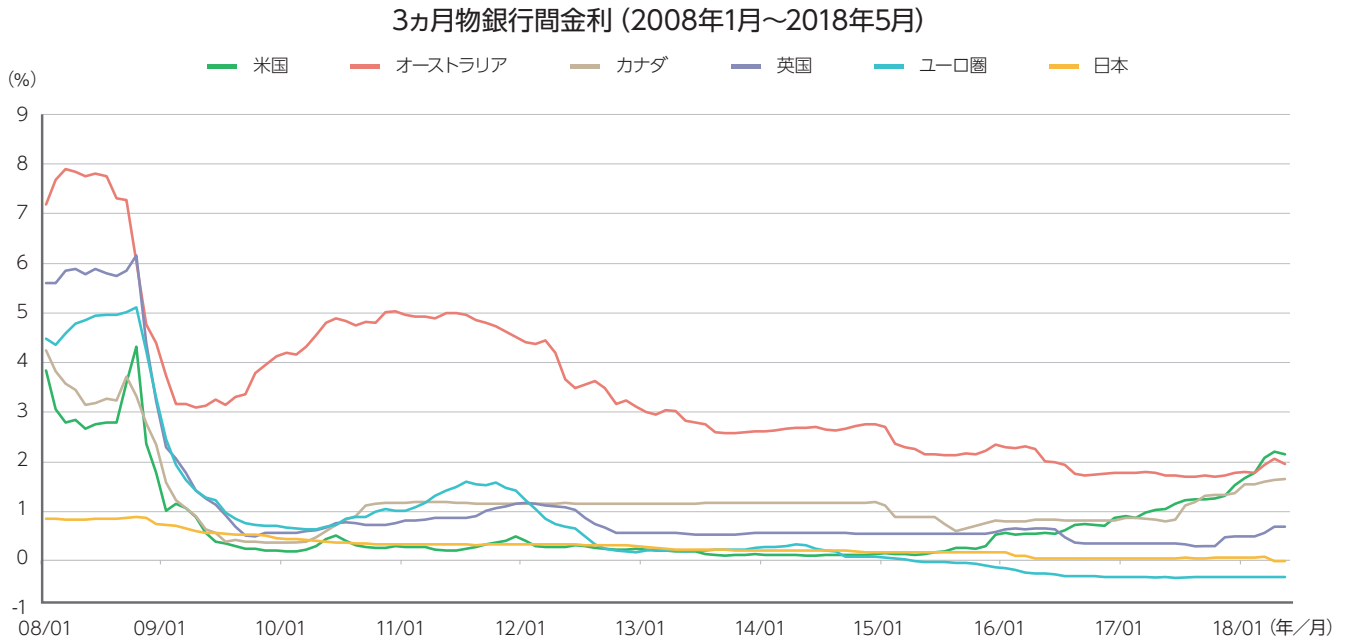
米国では、着実な経済成長を背景に、緩やかな物価上昇、労働市場の改善、金利上昇などが見られます。実際に2015年12月以降、FRBは段階的に計7回の利上げを行い、2018年6月現在で政策金利の誘導レンジを1.75~2.00%としています。その結果として、米国の短期金利は、欧州、日本、その他の先進国より高い水準にあります（図1）。私達は、米国では2018年にと1回、2019年には2回の利上げが実施されると予想しています。今回の利上げ局面は、多くの米国銀行にとって良好な環境を生み出しています。

これらの景気サイクルにおける好材料を背景に、私達は総じて他の先進国の銀行と比較して、米国銀行に投資妙味があると考えています。米国銀行に対して強気な見通しを持つ理由の1つは、米国と他の先進国との金利差拡大であり、米国の金利上昇が利ざやの拡大と純金利収入の増加につながっているためです。加えて、米国銀行に恩恵をもたらしている構造的な好材料についても、他の先進国では見られません。

金利が上昇または低下する場合、預金金利と貸出金利は、いずれも金利の変動に応じて見直されます。金利が低下する局面では、銀行は通常、預金に対して支払う金利と貸出から得られる金利を引き下げます。しかしながら、金融危機後の長期にわたるゼロ金利環境下で、預金金利が限りなくゼロに近い下限金利に達した一方、貸出金利は低下し続けました。

<sup>1</sup> 出所：FDIC（米連邦預金保険公社）、2017年12月31日現在

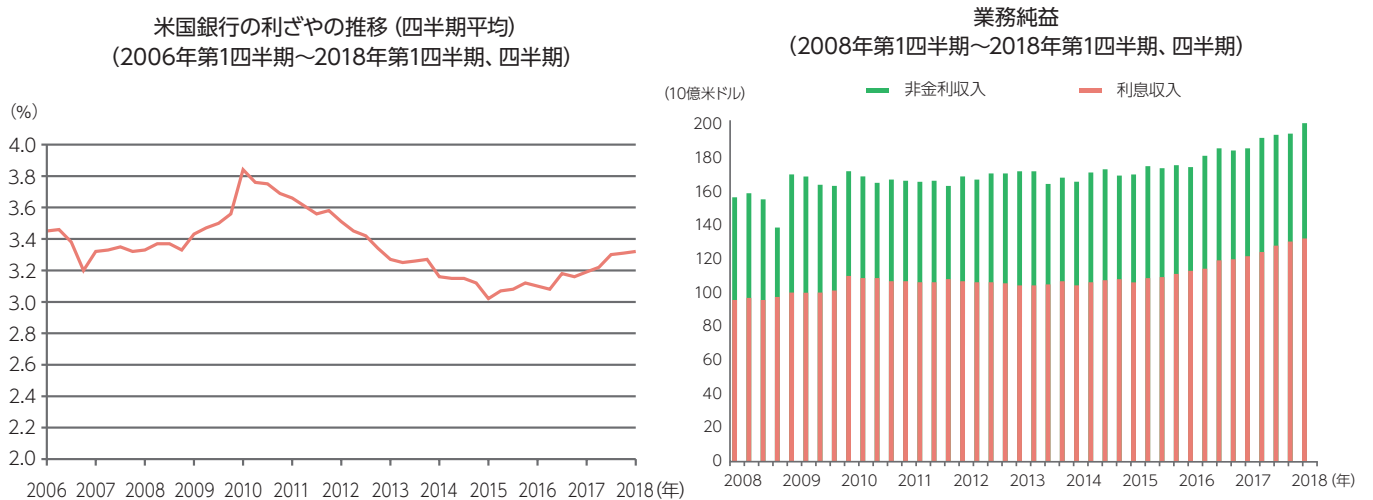
図1：主要先進国の短期金利の推移



出所：セントルイス連邦準備銀行、2018年5月現在

このことから、米国銀行の利ざやは大幅に縮小し、収益や利益を圧迫する要因となりました。今回の利上げ局面においては、FRBが段階的に利上げを実施することに伴い、貸出金利が預金金利より速いペースで上昇し、米国銀行の利ざや改善と純金利収入の増加につながっています（図2）。

図2：米国銀行の利ざやと業務純益



出所：FDIC、2018年5月22日現在

金利上昇局面が銀行の利ざやに対してどのような影響があるかを分析するにあたっては、銀行によって収益を生み出す資産（貸出、証券）および資金調達手段（預金などの負債）の構成が異なっていることを理解しておく必要があります。利ざやに対する金利上昇の影響は、銀行のバランスシートにおける資産および負債の構成や期間によって異なります。さまざまな金利環境における銀行の利ざやに対する影響を理解するためには、各銀行のバランスシートの構成を理解し、金利リスクに関する開示情報を分析し、さらには、金利感応度について銀行の経営陣と協議することが重要と考えています。

## 地方銀行の収益構造は利ざや収入が中心

通常、地方銀行は、大手銀行よりも収益に占める利ざや収入の割合が大きく、70～80%を占めると考えられます。一方、大手銀行の収益源は、貸出業務に加えて、投資銀行業務、資本市場業務、資産運用業務など多様で、利ざや収入の割合は50%を超えるものの、地方銀行よりも小さくなっています。

今回の金利上昇局面においては、地方銀行と大手銀行の両グループで利ざやの改善が見られると考えています。今後、利上げが進むにつれて、預金金利が引き上げられるようになると、利ざやの改善スピードは鈍化していく可能性があります。全体としては利上げによる利ざやの改善が続くと考えられます。現時点では、預金金利の上昇ペースは貸出金利の上昇ペースを下回っています。この背景には、金利の絶対水準が依然として低いことに加え、預貸率も低く、特に預金金利の指標とされる大手銀行を中心に貸出が伸び悩んでいることが挙げられます。

したがって、金利上昇局面において投資する銀行を厳選することが重要であり、私達は金利上昇の恩恵を受けやすい銀行の選別に注力しています。加えて、運用にあたっては、金融規制緩和や活発化しているM&A（買収・合併）などの長期的なテーマから恩恵を受ける銀行を愛好しています。

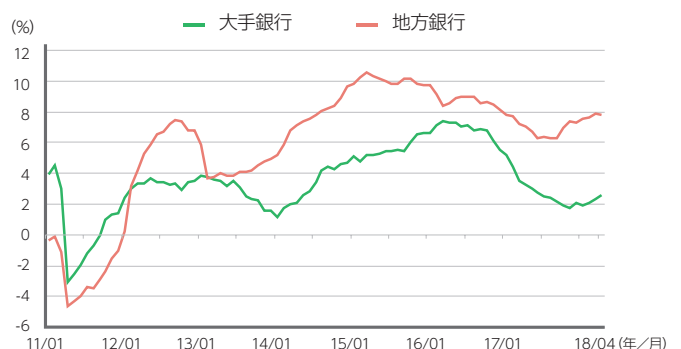
## 地方銀行で加速する貸出増加

経済成長の加速化は、銀行の貸出増加につながると考えられます。過去を振り返って見ると、銀行の貸出成長は名目GDPの成長と歩調を合わせて推移してきました。しかしながら、この数年は、貸出成長は名目GDPの成長に遅れをとっており、特に大手銀行において、それは顕著です。予想以上に低調な貸出成長の背景には、大手企業の借入から債券調達への切り替え、原油価格の急落を受けたエネルギー企業向け貸出の減少、キャッシュリッチ企業・個人の借入需要減退などがあります。

FRBは、金利正常化に向けて継続的な利上げの姿勢を示していますが、過去水準と比較すれば、金利の絶対水準は依然として低いため、今後の貸出成長に大きな影響を与えることはないと考えられます。また、2018年の貸出成長については、景気拡大の見込みと税制改革の実施を背景に、2017年の実績である+3～4%水準から加速する可能性があると考えられます。税制改革の柱の1つは、設備投資の即時償却が認められたことであり、このことは企業向け貸出の増加につながると考えられます。2017年の秋口以降、国内業務を中心に行っている地方銀行で、より貸出の増加が見られます（図3）。

図3：貸出成長率（前年同期比）

（2011年1月～2018年4月、月次）



出所：FRB、2018年4月30日現在、季節調整後月次データ、米ドルベース、商業銀行の貸出およびリースの総額

## 構造的な環境変化： 制度改革と魅力的なバリュエーションが投資機会を提供

金融規制緩和や税制改革などの構造的な環境変化に加え、魅力的なバリュエーションが米国銀行にとって追い風となっています。

### 金融規制緩和と税制改革

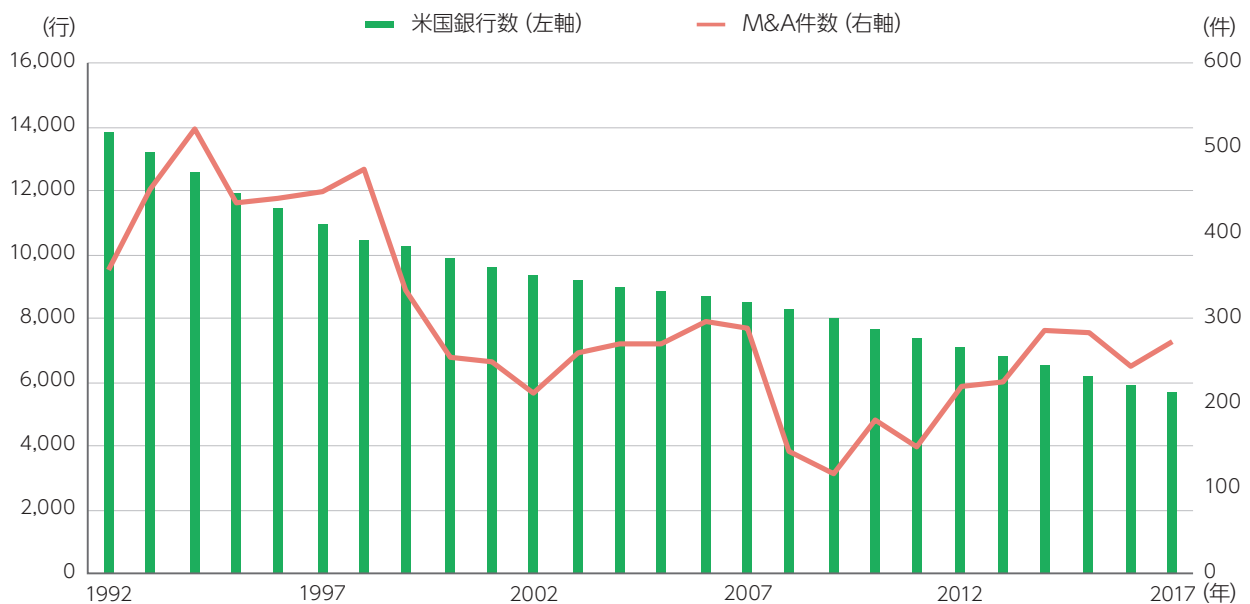
監督官庁の主要ポジションに規制緩和に前向きな人物を任命したことに加え、米国議会は、ドッド・フランク法（ドッド・フランク・ウォールストリート改革・消費者保護法）の一部条項の改正を進めてきました。2018年5月24日、トランプ大統領はドッド・フランク法改正法案に署名しました<sup>2</sup>。

主な法改正の1つとして、システム上重要となる金融機関（SIFI）として厳しい規制の対象となる金融機関

の総資産基準が500億米ドル以上から2,500億米ドル以上に引き上げられました。この改正によって、小規模の地方銀行は、厳しい年次ストレステストから開放され、規制遵守に伴うコンプライアンス対応コストの削減や、株主還元が増加が期待されることから、特に恩恵を受けると考えられます。また、この法改正でSIFIの総資産基準が引き上げられたことによって、地方銀行同士のM&Aが活発化すると予想されます。1985年には約18,000行あった銀行が、2017年には5,700行弱にまで減少しており、M&Aは長期的な成長ドライバーになっています<sup>3</sup>（図4）。

規制は健全な金融システムを維持するために重要ですが、米国の規制は金融危機後に複雑になり過ぎてしまい、これらの規制がどのようなメリットをもたらすか、わかりにくくなってしまったと考えられます。実際、コンプライアンス対応コストは、金融危機以降に増大しました。

図4：米国銀行数とM&A件数（1992～2017年、年次）<sup>4</sup>



<sup>2</sup> 出所：www.whitehouse.gov、2018年5月24日

<sup>3</sup> 出所：FDIC、2016年12月31日現在

<sup>4</sup> 出所：SNLファイナンシャル、2017年12月31日

金融規制の緩和が続けば、次のような点が期待されます。

- ・コンプライアンス対応コストの増加スピードの鈍化  
あるいは削減による効率性の改善を通じたビジネスの拡大
- ・増配や自社株買いによる株主還元の増加
- ・長期的に銀行業界全体の効率性改善を後押しするM&Aの増加（図4）

2017年12月、大規模税制改正（2017年減税および雇用法）が行われ、法人税率が35%から21%に引き下げられました。米国銀行は、従来、平均的に30~35%の実効税率を負担してきたことから、今回の減税の恩恵は相対的に大きいと考えられます<sup>5</sup>。その結果、減税効果を織り込むと、米国銀行は2018年に25%の増益<sup>6</sup>（税制改革前は10%）に加え、ROAやROEの向上が期待されます。

## バリュエーション

このような構造的な環境変化があることによって、米国銀行のバリュエーションは、過去水準と比べて魅力的な水準にあると考えられます。PBRは、2018年5月現在で1.52倍と、長期平均の1.82倍を大きく下回っています（図5）。現在のPBRは、ゼロ金利政策によって利ざやが縮小し、多くの厳しい規制下におかれた2014年の水準をわずかに上回っている程度です。つまり、銀行業界が逆風の環境下にあった頃と同程度にある現在のバリュエーションは、景気拡大および構造的な環境変化という追い風を考慮すれば、投資家にとって魅力的な水準にあると考えられます。

図5：米国銀行のPBR（1992年12月～2018年5月、月次）



出所：マニユライフ・アセット・マネジメント、2018年5月現在

<sup>5</sup> 出所：ニューヨーク大学スターン・ビジネススクールの調査

<sup>6</sup> 出所：マニユライフ・アセット・マネジメントの分析

## まとめ

米国銀行を取り巻く環境は、厳しい状況が10年近く続いた後、大きく好転したと考えられます。米国の金利上昇によって利ざやが拡大し、純金利収入が増加するという良好な金利環境、経済活動の活発化による着実な貸出増加、低水準の不良債権、高い自己資本水準、十分な流動性、収益率の向上など、米国銀行に対する追い風が良好な環境をもたらしていると考えられます。M&Aの活発化、金融規制緩和、長期平均を下回るバリュエーションなどによって、米国銀行は非常に魅力的な投資機会を提供していると考えられます。

## マニユライフ・アセット・マネジメントについて

マニユライフ・アセット・マネジメントは、カナダのグローバル金融サービス企業であるマニユライフ・ファイナンシャル・コーポレーションの資産運用ビジネス部門です。運用拠点はカナダ、米国、英国、日本、香港を含む世界16カ国・地域に構え、伝統的資産からオルタナティブ投資に至るまで幅広いソリューションをご提供しています。

## ディスクレーマー

- ・当資料は、マニユライフ・アセット・マネジメント株式会社（以下「当社」といいます）が、投資判断の参考となる情報提供を目的として作成したものであり、特定の投資商品の推奨を目的としたものではありません。
- ・当資料記載のデータや見通し等は、将来の運用成果等を示唆または保証するものではありません。
- ・当資料は、信頼できると考えられる情報をもとに作成しておりますが、正確性、適時性を保証するものではありません。
- ・当資料の内容およびコメントは資料作成時点における経済・市場環境等について当社の見解を記載したもので当該見解は予告なく変更される場合があります、将来の経済・市場環境の変動等を保証するものではありません。
- ・各指数に関する著作権等の知的財産、その他一切の権利は、各々の開発元または公表元に帰属します。
- ・投資信託のお申込みの際は、必ず最新の投資信託説明書（交付目論見書）で商品内容をご確認の上、ご自身で投資のご判断をお願いいたします。
- ・当資料に関する一切の権利は、引用部分を除き当社に属し、いかなる目的であれ当資料の一部または全部の無断での使用・複製はできません。

商 号：マニユライフ・アセット・マネジメント株式会社（金融商品取引業者）

登 録 番 号：関東財務局長（金商）第433号

加 入 協 会：一般社団法人 投資信託協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会