

リサ・ウェルチ

シニア・マネージングディ
レクター兼シニア・ポート
フォリオ・マネージャー

利下げ局面における米国銀行株式の見通し

FRB（米連邦準備制度理事会）は、景気減速懸念に対して予防的に対応するため、7月末に約10年半ぶりの利下げに踏み切りました。その後も、世界景気の減速感が強まる中、追加金融緩和姿勢を強めています。本レポートでは、利下げ局面における米国銀行株式の見通しについて、米国銀行株式運用チームを率いるリサ・ウェルチ（マニユライフ・インベストメント・マネジメント（US）LLC）の见解をご紹介します。

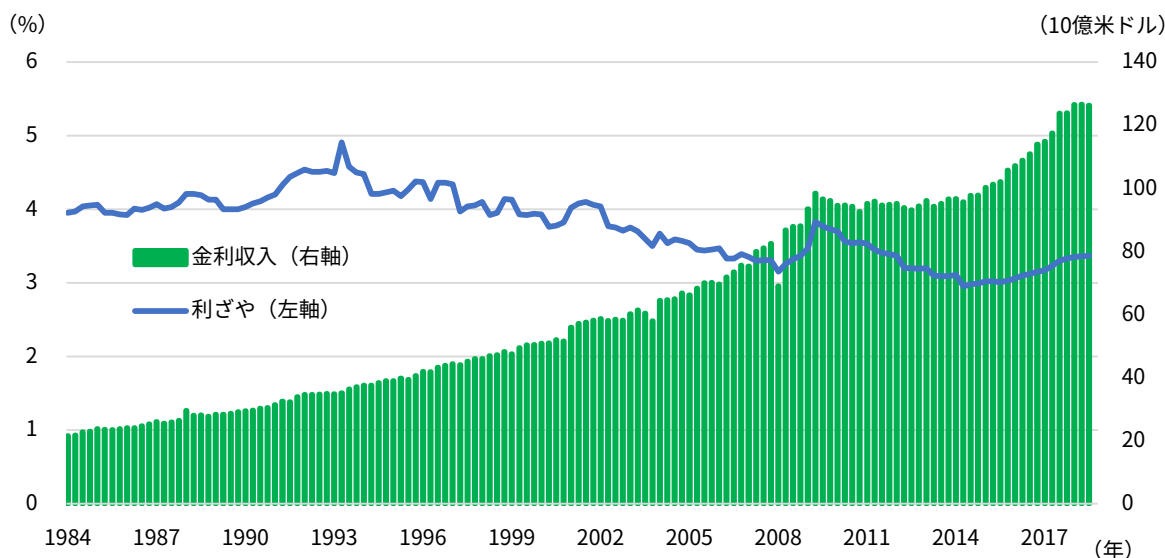
金利収入が収益成長ドライバー

米国の金利環境が、利上げ局面から利下げ局面へと転換する中、市場では米国銀行の収益が金利低下と利ざや縮小によって悪化するのではないかと誤解があるように思われます。私たちは、米国銀行のファンダメンタルズは依然として良好であり、2019年から2020年にかけて1桁台後半の利益成長率を示すと予想しています。これはS&P500種指数全体の利益成長率予想を大きく上回っています。これにもかかわらず、米国銀行株式のバリュエーションは過去の水準や他業種と比較して大幅に割安な水準にあると考えます。

ここからは、「金利収入と利ざや」、「金利収入と貸出残高」の関係について説明します。まずは、金利収入と利ざやについてですが、過去において両者の強い正相関は見られません。実際、1990年代から2000年代半ばにかけて、長期に亘り利ざやが縮小傾向にあったにもかかわらず、金利収入は安定した成長を示しました。特に、1994年3月から2001年3月の7年間で、利ざやが1.15%縮小したにもかかわらず、米国銀行株式(S&P総合1500銀行株指数（配当込み、米ドルベース））は、年率+19.3%のリターンをあげました。

金利収入は利ざやの縮小にもかかわらず安定して増加

金利収入と利ざやの推移(1984年第4四半期～2019年第2四半期)

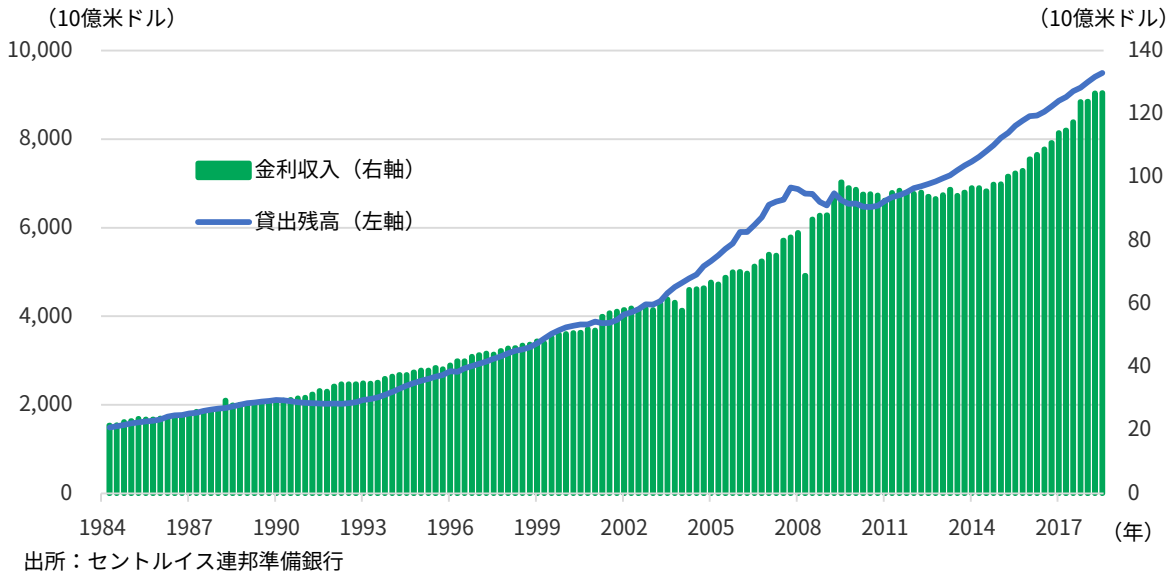


出所：セントルイス連邦準備銀行

つまり、利ざやだけに焦点を当てるのではなく、金利収入と貸出残高の関係について目を向ける必要があると考えます。1985年以降、貸出残高の成長に伴い金利収入も増加してきており、両者の強い正相関が確認できます。また、過去において金利収入の一時的な減少は何度か見られるものの、減少傾向を示した期間（2010年～2011年）は、企業と個人がともに債務を削減し貸出残高の減少が続いた金融危機後の期間（2008年～2011年）と重なっています。貸出残高は経済成長に合わせて成長していくことが期待されることから、予測しやすく銀行を分析する際の重要な要素です。

金利収入は貸出残高とともに安定して増加

金利収入と貸出残高の推移(1984年第4四半期～2019年第2四半期)



現時点で、2008年の金融危機に匹敵するような景気後退シナリオは想定していません。良好な経済環境にある中でFRBの利下げ政策は、現在の景気拡大期間を引き延ばす可能性が高く、貸出残高の成長をさらに後押しすると考えています。米国銀行の貸出成長率は、ここ数年は、前年比で平均5%程度と堅調な推移を示しています。現在の経済環境を踏まえると、この水準は妥当であり、緩やかな経済成長が続くなかで持続可能と考えています。

堅調な貸出成長率

米国商業銀行の前年比貸出成長率(2017年1月末～2019年7月末、月次)



金利収入が収益成長ドライバー

銀行にとって、利ざやが拡大する環境と利ざやが縮小する環境では、利ざやが拡大する環境が良いことは言うまでもありません。しかし、現時点においては金利低下、利ざや縮小について不安を抱くのではなく、経済成長とともに着実な貸出の成長が見込まれる中、米国銀行の収益成長ドライバーとして、金利収入に目を向けるべきだと考えます。また、良好な信用環境、着実な貸出成長、活発なM&A（合併・買収）、コスト削減、自社株買いや増配などの健全な資本政策など、米国銀行株式にとっての好材料は多くあります。

まとめ

米国銀行は、米中貿易摩擦や世界経済減速などのリスクに直面していることに加え、米国金利が歴史的な低水準にあるという逆風にも直面しています。しかし、米国銀行の良好なファンダメンタルズや、株価水準が過去および市場全体と比べて相対的に割安なバリュエーションであることを考慮すると、米国銀行には魅力的な投資機会があると考えています。

米中貿易摩擦や世界経済の減速を踏まえると、株式市場のボラティリティ（価格変動性）は高止まりすると思われます。しかし、貸出成長と信用コストに直接的な影響を与える米国経済に焦点を当てることが重要と考えています。米国の景気拡大は続く可能性が高く、引き続き米国銀行業界に追い風をもたらすと見ています。

【ご留意いただきたい事項】

■本資料は、海外グループ会社の情報を基にマニユライフ・アセット・マネジメント株式会社（以下「当社」といいます。）が作成した情報提供資料です。■参考として掲載している個別銘柄を含め、当社が特定の有価証券等の取得勧誘または売買推奨を行うものではありません。■本資料は、信頼できると判断した情報に基づいておりますが、当社がその正確性、完全性を保証するものではありません。■本資料の記載内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更される場合があります。■本資料のいかなる内容も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。■本資料に記載された見解・見通し・運用方針は作成時点における当社の見解等であり、将来の経済・市場環境の変動等を示唆・保証するものではありません。■本資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、その開発元または公表元に帰属します。■本資料の一部または全部について当社の事前許可なく転用・複製その他一切の行為を行うことを禁止させていただきます。

商 号： マニユライフ・アセット・マネジメント株式会社
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

※マニユライフ・インベストメント・マネジメントは、マニユライフ・ファイナンシャル・コーポレーションにおける資産運用ビジネス部門の新しいグローバル・ブランドであり、従来のブランド名であるマニユライフ・アセット・マネジメントから変更しております。また、各国拠点の社名についても順次変更を行っております。