



Craig STERLING
Head of Equity Research;
US Director of Core Equity;
US Portfolio Manager



Marco PIRONDINI
Head of Equities;
US Portfolio Manager

- アムンディは、米国のいくつかの銀行の最近の危機は、システム的な原因によるものではなく、2008年の世界金融危機のような大規模な金融危機を示唆するものではないと考えている。
- 今回の出来事で金融システムにストレスがかかったが、米国連邦準備制度理事会は十分な流動性を提供しただけでなく、米国の銀行システムの安定が優先事項であることも明示した。
- バリュエーションが魅力的であることから、テクノロジーに投資している銀行や、羨望されるほど預金が流入している銀行に焦点を当てれば、収益見通しのコンセンサスの下方修正を待たずとも、銀行セクターで投資機会を見つけることができると考えている。

米国で数行、欧州で1行の銀行が破綻したものの、2023年には、2008年の世界金融危機(GFC)の規模に近い金融危機は発生しないとアムンディは見ている。米国で破綻した3つの銀行、シルバークラウド、シリコンバレー、シグネチャーは、独自のビジネスモデルを持っていたが、それが大きな弱点であることが判明した。これらの例は、小規模銀行による急速過ぎる預金獲得姿勢と、暗号通貨など極端な“盛り上がり”を見せるテクノロジー企業への過剰流動性が結びついた際に、局所バブル化しやすく、かつはじけ易いことを示すこととなった。

今後、銀行業界の高いボラティリティを利用し、構造的な勝者になると思われる銀行(テクノロジーに投資している銀行、預金獲得動向が良好な銀行)へのアロケーションを拡大する機会があると考えている。

米国の銀行セクターにおける最近の出来事が市場に与える影響は？

債券

シリコンバレー銀行の破綻は、金融情勢のストレスを高めると考えている。銀行の株式バリュエーションに対する圧力が強まることで、銀行は融資において保守的になり、流動性をより重視するようになる可能性がある。金融環境の悪化は、市場リスクプレミアムの上昇により、社債市場のスプレッド拡大に寄与する可能性がある。

株式

株式の観点からは、銀行セクターの危機は、投資家に、安全性を重視し過ぎ、ファンダメンタルズを無視するような反応(いわゆる質への逃避)を促した。投資家にとって、これは米国以外の株式や、景気循環セクターから、情報技術や通信サービスといった安定したセクターへの資金移動を意味し、バリュエーションよりもグロースを重視する傾向が見られている。国際金融とエネルギーは不調で、S&P500ではわずかにプラスとなっているに過ぎない。銀行セクターの最近の出来事から、下記の一連の経済的影響が生じると考えている:

- (1) 信用収縮は米国企業を圧迫する。
- (2) 米国では中小銀行の収益性が悪化する可能性が高く、規制当局が対策を講じなければ、このセクターで倒産が増える可能性がある。
- (3) 大銀行は中小銀行から預金が移動するので恩恵を受けるが、収益に大きな影響はない見込み。

なぜ今、大手銀行なのか？

現在の流動性危機が始まって以来、銀行をめぐる意味深長な懸念がバリュエーションの重荷になっている。しかし、2008年の出来事は、資産(主に住宅)が法外な額の負債によって裏打ちされ、デリバティブによって増幅された真の信用危機であったことを認識する必要がある。これに対し、現在の状況は、米国連邦準備制度理事会(FRB)が自ら意図的に、1930年代以来のペースで量的緩和の流動性を金融システムから削減したことによる流動性危機である(言うまでもなく、主目的は高止まりするインフレ率の低減)。このため、システムにストレスが生じたが、FRBは現在、十分な流動性を供給しており、短期的には“インフレ退治”よりも米国の銀行システムの安定が優先事項だということを明示している。ここで重要なのは、大規模銀行(一般に資産規模1,000億ドル以上の銀行)は小規模銀行よりもはるかに高い流動性を保有しているということだ。¹FRBのデータを見ると、

¹"Assets and Liabilities of Commercial Banks in the United States" FRBが2023年3月15日に終わる週の米国内の商業銀行を集計したもの。

「私の買い方は、シンプルなルールで決まっている:他の人が貪欲な時は恐れを抱き、他の人が恐れを抱いている時は貪欲であること。」

--2008年10月、世界金融危機の渦中にあったウォーレン・バフェット。

総資産に占める流動性資産の割合は、小規模銀行の6%に対し、大規模銀行は10%であることがわかる。大銀行は流動性カバレッジ比率が必要水準を大きく上回っている。

さらに、預金調達は多様化しており、最も大きな割合を占めるのはリテール部門からの調達である。2022年第4四半期の平均預金総額に占めるリテール預金の割合は57%であった。次いで法人預金が34%、ウェルスマネジメントが10%である。中小の地方銀行は一般的に、急速な引き出しが起りやすい商業預金やウェルスマネジメント預金に大きく偏っている。また、大銀行は小銀行に比べて預貸率がかかなり低い。

増資の可能性が低いこと

市場には、銀行が短期的な流動性不足を補うため、株式の発行が必要になるとの懸念がある。2023年3月下旬の時点で、市場ではほとんどの大銀行で株式の追加発行の可能性による20~30%の株式希薄化が織り込まれていると推定される。しかし、FRBが十分な流動性を供給し、2023年末には流動性問題が反転し始める見込みであることから、この可能性は低いと考えている。あるいは、仮に増資が必要になったとしても、すでに織り込まれている収益の悪化は、アムンディが考えるファンダメンタル分析の結果が示す妥当な範囲よりはるかに大きい。融資の伸びが鈍化し、預金保険料が増加する可能性はあるが、長期的に重大な問題になるとは考えていない。

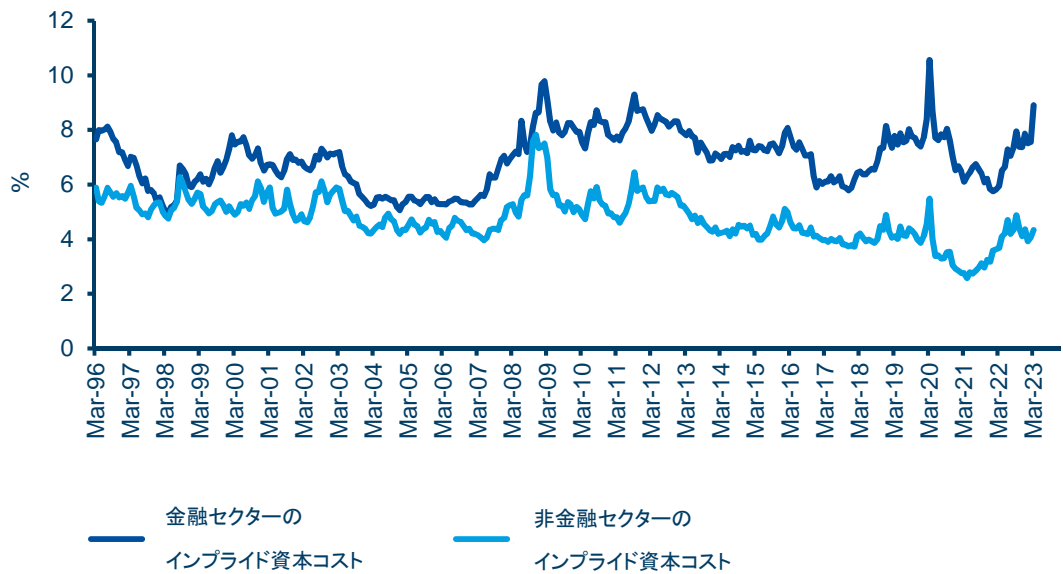
銀行セクターの潜在的なビジネスチャンスはどこにあるか？

今回の失策をアノマリーと考えれば、(1)バリュエーション・サポート、(2)銀行の種類、(3)タイミングという3つのポイントを考慮すれば、銀行セクターでアルファの機会を得られると考えている。

理由1:絶対と相対でのバリュエーション面からサポート

インプライド資本コスト:2020年11月(ファイザーワクチン承認直前)、2018年12月(最後のビハインド・ザ・カーブ=FRBミス)、2016年2月(産業・商品不況の底)、1990年代後半のハイテクバブルと比べても、高い水準²になっている。これらはいずれも、最大級のリスクと悲観論に満ちていた期間であり、規律ある投資家にとっては、より広い市場に対する絶対的な視点と相対的な視点の両方から投資機会を提供した。(参照:ウォーレンバフェット氏の相場格言)

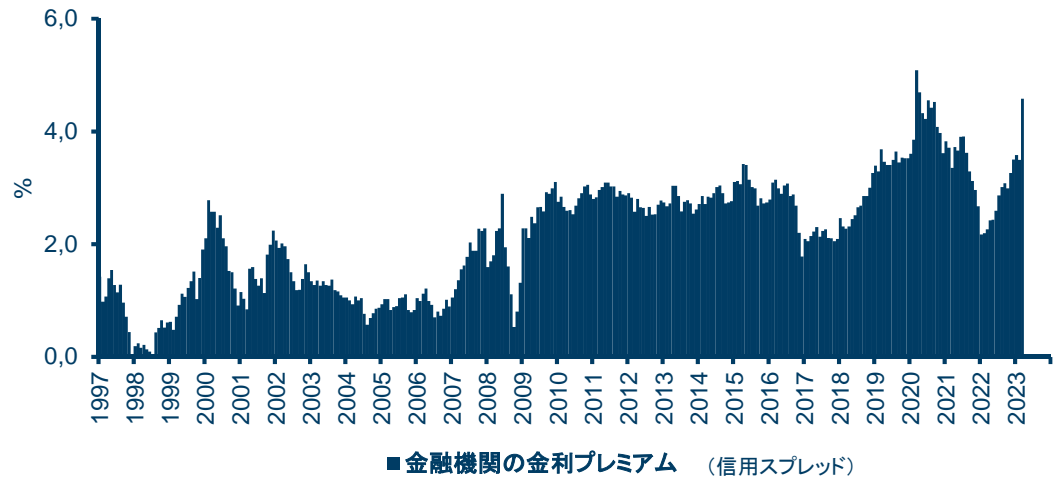
図表 1 金融セクターの魅力:インプライド資本コスト%(対リスク・フリー金利)は、IT危機や世界金融危機、コロナショック時よりも高い(⇒株価は割安)



出典: CreditSuisseHOLT、2023年3月。HOLTの市場推定資本コストは、米国のスプレッド金融・非金融の企業価値に対するリターン現在の価値を等しくした実質利回り。

² HOLTデータベースからの情報に基づいて、現在の評価が示す資本コスト(すなわち割引率)を決定。

図表 2 過去との比較における金融セクターの魅力度:金利プレミアム



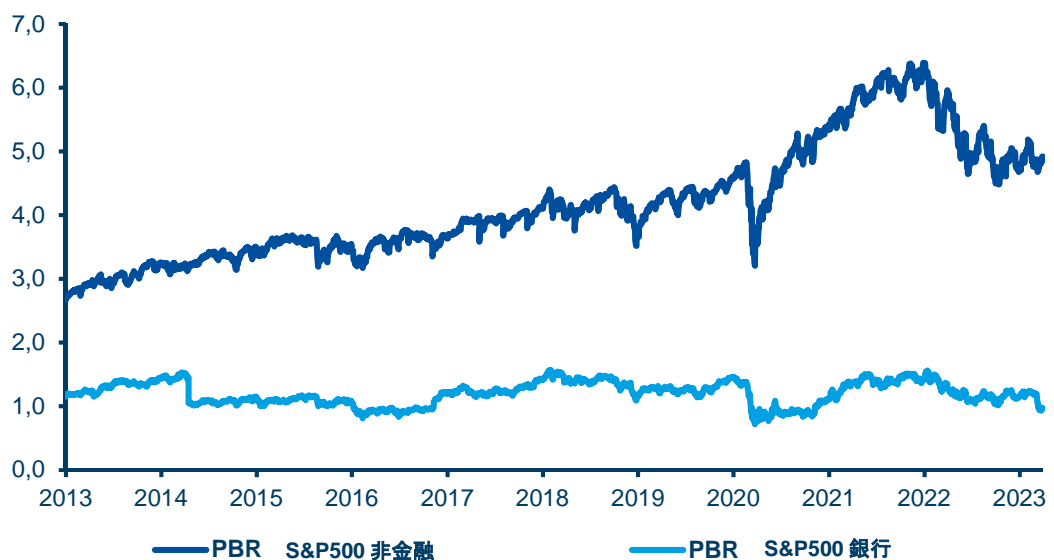
出典: CreditSuisseHOLT、2023年3月。棒グラフは、米国における金融と非金融のインプライド・イールド(バリュエーションの差)。

図表 1 に示すように、インプライド資本コストが今より高かったのは、コロナ発生時、世界金融危機、欧州債務危機の時だけである。これら3つのケースでも、3月中旬のようにFRBが流動性を供給した後、バリュエーションが元に戻る事が確認されている。FRBが銀行(銀行は国債を保有している)にさらに流動性を提供する必要が生じる恐れもあるが、FRBは、その用意も意思も能力もあると思われる。現在の流動性状況がコロナや世界金融危機、欧州債務危機と同レベルに達しているとは考えていない。また、現在の金融/非金融セクターのバリュエーション格差が世界金融危機のレベルを上回っている理由の1つは、景気のさらなる減速やクレジット条件のさらなる引き締めが発生した場合、現在の流動性状況が、他のシクリカルな非金融セクターのバリュエーションにどのように影響するかをまだ確認できていないためであろう。もし、そうなれば、他の景気循環型企業は、すでに打撃を受けている金融をアンダーパフォームすると予想される。

株価純資産倍率(P/B)-一般的な金融銘柄の性質を考慮すると、S&P500 銀行業界の株価純資産倍率を使用することが有効であろう。金融機関のバリュエーションは、以前のストレス発生時の安値に近いことがわかる。他のセクターは、異なる状況にある。

図表 3: S&P500 非金融インデックスと S&P500 銀行インデックスの PBR(株価純資産倍率)。

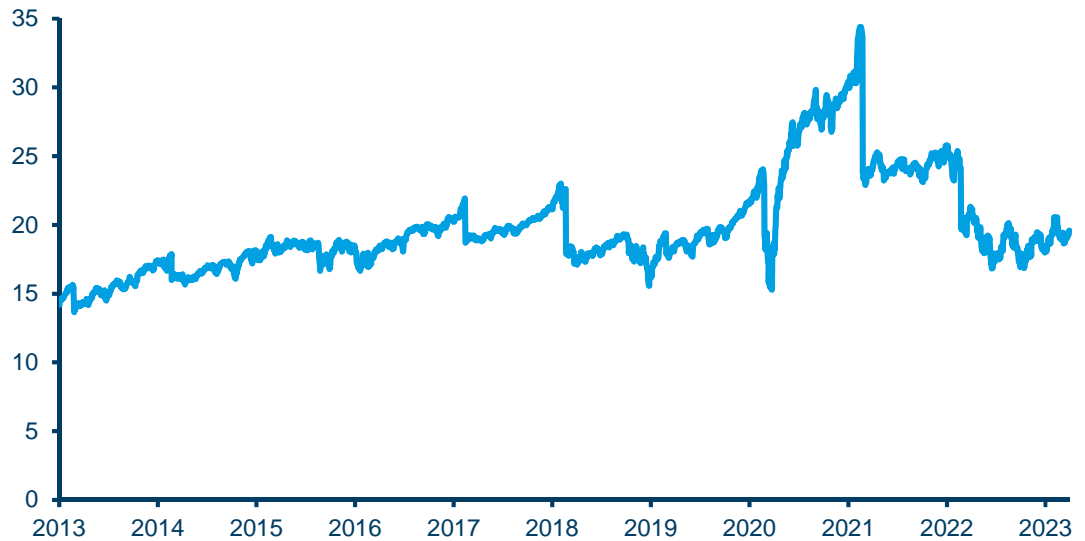
アムンディは、ビジネスの変革、利益率の改善、より安定した収益源の提供、市場シェアの拡大に役立つと見込まれるテクノロジーに有意義な投資を行っている銀行を選好する。



出典: ブルームバーグ、最終データポイント 2023年3月30日。

12ヶ月先株価収益率(P/E): 銀行のみを見ても、市場全体との相対的な比較においても同じことが言える。収益は低下する可能性があるが、それは市場が懸念しているよりもはるか軽度なため、バリュエーションは割安と考えている。

図表 4: S&P500 銀行セクターの 12ヶ月先株価収益率



出典: ブルームバーグ、最終データポイント 2023年3月30日。

理由 2: 銀行の種類

アムンディは、「構造的な勝者」、つまりトップクラスの銀行で、ビジネスの変革、利益率の改善、より安定した収益源の獲得、市場シェアの拡大に役立つと見込まれるテクノロジーに有意義な投資を行っていると思われる銀行を嗜好する。アムンディの銀行分析では、これらは競争上の優位性を決定する重要な要素である。

さらに、預金獲得に優位性がある銘柄にも注目する。ブランドや技術でトップクラスの銀行や、米国の他の地域からの移住が続く南東部など、米国の繁栄する地域に特化した地方銀行などがこれに該当する。

また、最近の買収統合による収益機会を有し、M&A に関連する利益から業界最高水準の成長と営業レバレッジを示す見込みの大手地方銀行、すなわち「スーパーリージョナル」も嗜好する。「スーパーリージョナル」が中小の経営難の銀行を、さらに買収する可能性もあり、これらは成長の可能性に寄与するものとする。

理由 3: タイミング

投資家の中には、バリュエーションは魅力的かもしれないが、現在の状況が正常化するタイミングを心配する向きもあるかもしれない。具体的には、銀行株の収益見通しコンセンサスがまだ大幅に下方修正されておらず、銀行株を購入するのは下方修正されるのを待ってからの方が良いと考える投資家だ。しかし、アムンディはそうは思わない。

企業が重要な情報のみを選択的に開示することを禁じるために公正開示規則が施行されて以来、コンセンサス業績予想の変化は株価のパフォーマンスを説明する上であまり有効ではなくなっている。さらに、企業の短中期的な予測に大きな変化がある場合、コンセンサスが間違っていることもある。例えば、2023年3月6日から23日にかけて、S&P500 銀行業グループは 22%近く、KBW 銀行指数は 28%下落したが、同業界の総収益予想は年初来で横ばいからわずかな減少となっており、事後の分析に役立つ要因とはなっていない。

さらに、他の業界(例: 半導体)や市場全体でも、株価パフォーマンスとコンセンサスの関係が意味をなさなくなっている状況が見られる。アクティブ投資家は、バリュエーションのサポートと組み合わせることで、この市場の非効率性を利用することができる。

さらに、銀行の比較可能なバリュエーションとして上記で言及した期間(2011年8月、2016年2月、2018年12月)の実績は、収益予想コンセンサスが下方修正されるまで待っては遅すぎたことを示している。数ヶ月の差が、アンダーパフォームとアウトパフォームを分けることになる。

この機会に、このセクターの高いボラティリティを利用し、構造的な勝者と思われる銘柄へのアロケーションを増やすことができると考えている。

図表 5: 決算発表前に底打ちする傾向が見られる

S&P500 の谷	EPS の谷	S&P の谷と EPS の谷の間の月数
9/14/1953	6/30/1952	15
10/22/1957	9/30/1958	-11
10/25/1960	6/30/1961	-8
5/26/1970	12/31/1970	-7
10/3/1974	9/30/1975	-12
3/27/1980	3/31/1981	-12
8/12/1982	3/31/1983	-8
10/11/1990	12/31/1991	-15
10/9/2002	3/31/2002	6
3/9/2009	9/30/2009	-7
3/23/2020	9/30/2020	-6
	中央値	-8
	平均値	-8
	最小値	-15
	最大値	15

出典: BofAUSEquity&QuantStrategy、FactSet。

結論

アムンディの長期的な見解は、テクノロジー主導の競争優位性や、羨望されるような預金獲得の優位性に基づく構造的な勝者となる銀行は、住宅バブルへの準備を数十年も前に進め、比較的ディフェンシブに評価されることで報われる、公益事業や生活必需品のような特性に徐々に回帰するということだ。今後も、FRB やスイス国立銀行などが、必要とする銀行に流動性を供給する措置を講じていることから、この流動性状況による銀行へのディスカウントは消滅すると予想される。さらに、世界金融危機以降見えてきたように、ゼロ、あるいはゼロに近い金利、産業・商品不況、成長鈍化、FRB の 2018 年のミス、コロナなどのように、相次ぐ経済ストレスの時期においても、多くの銀行は回復力(レジリエンス)を発揮し続けてきた。したがって、このセクターにおける今の高いボラティリティは、このセクターの構造的な勝者と思われる銘柄への配分を増やす投資機会として利用できるであろうと考えている。

AMUNDI INSTITUTE

In an increasingly complex and changing world, investors have expressed a critical need to understand better their environment and the evolution of investment practices in order to define their asset allocation and help construct their portfolios. Situated at the heart of the global investment process, the Amundi Institute's objective is to provide thought leadership, strengthen the advice, training and daily dialogue on these subjects across all assets for all its clients – distributors, institutions and corporates. The Amundi Institute brings together Amundi's research, market strategy, investment insights and asset allocation advisory activities. Its aim is to project the views and investment recommendations of Amundi.

[Discover Amundi Institute](#)



Definitions

- **Alpha** – A measure of performance, gauged from the excess return of an investment relative to the return of a benchmark index.
- **Global Financial Crisis (GFC)** – The period of extreme stress in global financial markets and banking systems between mid-2007 and early 2009.
- **HOLT® database** - Credit Suisse's equity analysis and valuation tool that provides investors with information on a company's performance using a database of over 20,000 companies across 70 countries.
- **Price-to-book ratio (P/B)** – The ratio of the market value of a company's shares (share price) over its book value of equity.
- **Price-to-earnings ratio (P/E)** – the ratio of a stock's price over its per-share earnings.
- **Super-regional bank** – A mid-sized financial institution that has a significant presence in a geographical region across multiple states.
- **US Federal Reserve** – The central banking system of the United States, created on December 23, 1913, with the enactment of the Federal Reserve Act.

Important information

This document is solely for informational purposes. This document does not constitute an offer to sell, a solicitation of an offer to buy, or a recommendation of any security or any other product or service. Any securities, products, or services referenced may not be registered for sale with the relevant authority in your jurisdiction and may not be regulated or supervised by any governmental or similar authority in your jurisdiction. Any information contained in this document may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for or a component of any financial instruments or products or indices. Furthermore, nothing in this document is intended to provide tax, legal, or investment advice. Unless otherwise stated, all information contained in this document is from Amundi Asset Management S.A.S. and is as of **6 April 2023**. Diversification does not guarantee a profit or protect against a loss. This document is provided on an "as is" basis and the user of this information assumes the entire risk of any use made of this information. Historical data and analysis should not be taken as an indication or guarantee of any future performance analysis, forecast or prediction. The views expressed regarding market and economic trends are those of the author and not necessarily Amundi Asset Management S.A.S. and are subject to change at any time based on market and other conditions, and there can be no assurance that countries, markets or sectors will perform as expected. These views should not be relied upon as investment advice, a security recommendation, or as an indication of trading for any Amundi product. Investment involves risks, including market, political, liquidity and currency risks. Furthermore, in no event shall Amundi have any liability for any direct, indirect, special, incidental, punitive, consequential (including, without limitation, lost profits) or any other damages due to its use.

Date of first use: **6 April 2023**.

Document issued by Amundi Asset Management, "société par actions simplifiée"- SAS with a capital of €1,143,615,555 - Portfolio manager regulated by the AMF under number GP04000036 – Head office: 91-93 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris – www.amundi.com.

Chief editors

Monica DEFEND

Head of Amundi Institute

Vincent MORTIER

Group Chief Investment Officer

Matteo GERMANO

Deputy Group Chief Investment Officer

本資料のご利用に当たっての注意事項等

本資料は、アムンディ・インスティテュートが一般・参考情報の提供を目的として作成した資料を弊社が一部翻訳したものです。

本資料は、本資料に含まれるいかなる金融商品の販売や媒介を意図、または購入・売却の勧誘を目的としたものではありません。

本資料は法令に基づく開示資料ではありません。

本資料中に記載したアムンディ・インスティテュートの見通し、予測、予想意見等(以下、見通し等)は、当資料作成日現在のものであり、今後予告なしに変更されることがあります。また、見通し等や過去の運用実績を含むいかなる内容も、将来の投資収益等を示唆または保証するものではありません。

本資料は、信頼できると考えられる情報に基づき作成しておりますが、情報の正確性、完全性について保証するものではありません。

本資料に記載されている内容は、全て本資料作成日以前のものであり、今後予告なしに変更される可能性があります。

本資料に含まれる情報から生じるいかなる責務(直接的、間接的を問わず)を負うものではありません。

弊社の許可なく、本資料を複製または再配布することはできません。

アムンディ・ジャパン株式会社

金融商品取引業者登録番号: 関東財務局長(金商)第 350 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

日本証券業協会

一般社団法人第二種金融商品取引業協会

2835266