

銀行規制とクレジット・リサーチの価値

本レポートは2019年7月発行「BANKING REGULATION AND THE VALUE OF CREDIT RESEARCH」(英語)の日本語訳です。内容については英語による原本が日本語版に優先します。

複雑さは投資機会をもたらすか

EU(欧州連合)の銀行規制は、関わる利害関係者の数が多く、一方からは欧州議会および欧州委員会が、もう一方からは各国の議会および規制当局が力を及ぼそうとする結果、非常に複雑なものとなっている。しかし、この複雑さの理解を極めることは、投資家にとって有効な利益の源泉となり得る。特に、当社のクレジット・リサーチでは、銀行に求められる TLAC(総損失吸収力)の最低基準に注目することで、魅力的な投資機会を見出している。

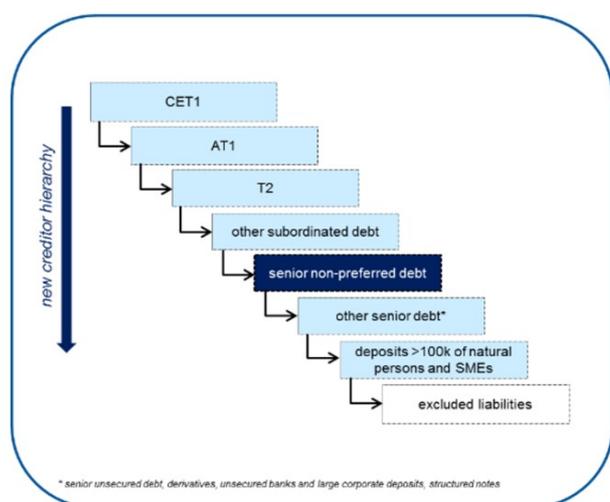
「G-SIB」と総称されるグローバルなシステム上重要な銀行は、2019年の初め以降、TLAC 基準に適合することを求められている。2015年にFSB(金融安定理事会)によって発布された当該適合要件の目的は、G-SIBが十分な損失吸収力および資本増強力を備えていることの確保だ。欧州の銀行に対しては、BRRD(銀行再建・破綻処理指令)によって別途同様の規制概念が定められており、これに定義されている MREL(自己資本・適格債務に関する最低要件)は G-SIB ばかりでなく欧州のすべての銀行に適用されている。

2019年6月、欧州委員会は TLAC を欧州銀行規制に取り入れ、続いて最近発表した銀行改革計画において MREL とも組み合わせた。当該改革計画では BRRD に加えて単一破綻処理メカニズム、自己資本要求規制、自己資本要求指令も改正された。この新たな包括法令が意図するのは、欧州銀行セクターのリスク低減と銀行のショックへの抵抗力強化だ。EU 加盟国は、当該法令を自国の法律に取り入れるのに2年の猶予を与えられている。

当該包括法令で加えられた変更によると、TLAC が欧州の G-SIB のピラー1(「第1の柱」、最低所要自己資本比率規制)要件となる。現行の規制で欧州の銀行に求められている自己資本比率は、他地域の銀行と同様、総リスク加重資産比で16%、非加重資産比で6%だ。この要件が2022年までに総リスク加重資産比で18%、非加重資産比で6.75%に引き上げられることになる。

一方、G-SIB ではない欧州の金融機関は MREL に基づく特定の自己資本比率を満たすことを求められていないが、その代わりにピラー2(「第2の柱」、金融機関の自己管理と監督上の検証)要件に適合しなくてはならない。ピラー2要件はケース・バイ・ケースで決定され、規制当局は必要に応じて G-SIB に対してもピラー2を追加的に適用することができる。ピラー2要件の定義付けは各国の規制当局によって行われるが、ユーロ圏の全銀行については単一破綻処理委員会が当該要件を決定する。

チャート1: ベイルイン(金融機関の破綻処理における損失負担)の序列

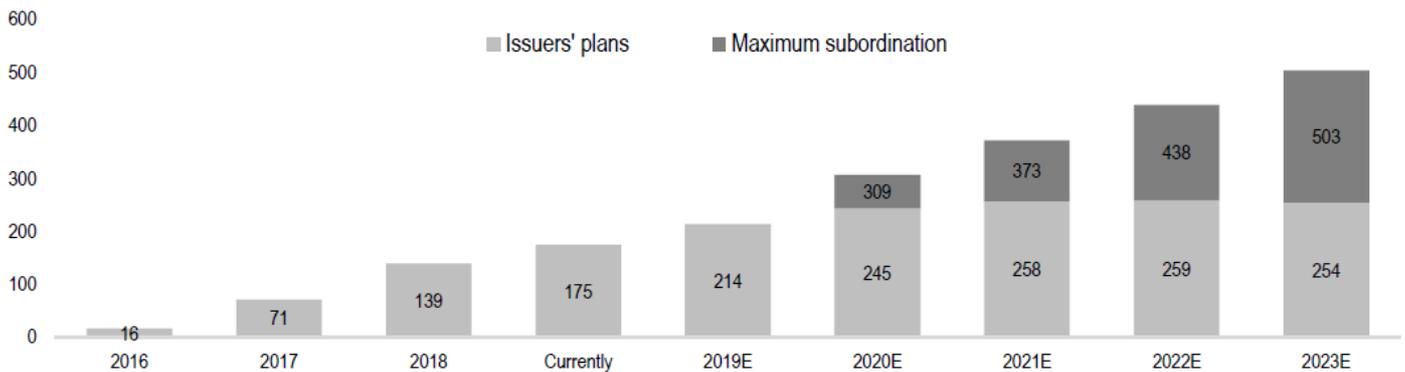


出所: Prometeia

TLAC および MREL 規制の下で必要とされる資本比率に適合するために、非優先シニア債という新たな資本クラスが生み出され欧州各国の法令に組み入れられた。銀行の資金調達には従来、預金やカバード・ボンド（保有債権を担保として発行する債券）、シニア債、Tier 2 証券（自己資本の補完的項目への算入が認められている証券。劣後債など）、AT1 債（自己資本の基本的項目への算入が認められている債券。偶発的転換社債など）を通じて行われてきた。ペイルインにあたって、10 万ユーロ以下の預金およびカバード・ボンドは充当することができない一方、AT1 債は真っ先に償却または株式転換される対象となる（上記のチャート 1 参照）。その他の資本階層はこれら 2 つの対極の間に位置する。特に、無担保シニア債の償却は、当該債券が個人投資家に販売されていた場合にしばしば政治的問題となってきた。TLAC/MREL が導入されたことにより、無担保シニア債は優先シニア債と非優先シニア債という 2 つの資産クラスに分けられた。非優先シニア債は、法的（EU のアプローチ）または構造的（英国およびアイルランドの銀行のみが適用）に優先シニア債に対して劣後するとともに、MiFID II（第 2 次金融商品市場指令）によって適格機関投資家のみ販売が認められており、個人投資家は購入を制限されている。

欧州の銀行は資本要件を満たすのに優先シニア債の算入がある程度認められているが、RWA（リスク加重資産）比で 2.5% が上限となっている（当該上限は 2022 年 1 月 1 日から RWA 比 3.5% まで引き上げられることが予定されている）。資本要件を満たすのに必要な資金調達の大半は非優先シニア債を通じて行われており、これが最近の非優先シニア債の大量発行につながっていると同時に、JP モルガンの調べ（チャート 2 参照）によれば向こう数カ月でさらに多くの発行が予想されている。多くの場合、これらの債券は対リスクフリー資産で魅力的なスプレッドが上乘せされ発行される。スプレッドは常に、発行体である銀行のファンダメンタルズや本拠地とする国、債券の満期など、様々なパラメーターに左右される。

チャート 2: 非優先シニア債の発行高（十億ユーロ）



出所: JP モルガン

非優先シニア債の購入を検討する投資家は、そのスプレッドを既存の優先シニア債のスプレッドと比較する。また、ペイルイン序列でより上位であるがゆえにより高いリスクを伴う Tier 2 債への投資と比較して放棄することになるスプレッド格差も考慮する。通常、非優先シニア債は優先シニア債に対して 0.25~0.40% の上乘せスプレッドで取引されており、一方 Tier 2 債は非優先シニア債に対して 0.60~1.00% の上乘せスプレッドを提供している。

投資家は、前述のパラメーターを用いてオファー（売り値）・サイドのスプレッドに照らすことにより、投資する発行体と債券の種類（非優先シニア債または Tier 2 債）を決定する。加えて、最終判断においては投資家個々のリスク・バジェットも一端を担う。Tier 2 債は優先シニア債や非優先シニア債に対してスプレッドが上乘せされているが、往々にしてボラティリティもより高く、場合によっては組み込まれたコール・オプションに関するエクステンション・リスク（コール・オプションが行使される可能性が低くなり想定残存期間が延びるリスク）を伴う。

銀行セクターのファンダメンタルズは追い風

銀行の自己資本への投資は、高いリターンを享受できる可能性がある一方で非常に複雑なものとなる可能性もあり、したがって銀行規制の確実な理解、国別リスクの分析、ボトムアップのクレジット・リサーチに加え、ボラティリティの許容水準に対する明確な見解が必要となる。当社では、銀行セクターは過去 10 年のファンダメンタルズ改善を経て魅力的な投資機会を生み出しており、それが特に顕著なのが非優先シニア債であると考えている。また、銀行は全般的に十分な資本を確保しており、負債比率を高める傾向にはなく、金融セクター以外の多くの企業に比べて世界的な貿易戦争の影響からより守られているとも見ている。

非優先シニア債は優先シニア債に比べて利回りが有利であり、一方でポートフォリオのリスク特性に大きな影響は与えない。したがって、低金利環境下において投資戦略のリスク・リターン特性を最適化するのに理想的な投資対象であると言える。

当資料は、日興アセットマネジメントヨーロッパリミテッド(弊社)が市況環境などについてお伝えすること等を目的として作成した資料(英語)をベースに、日興アセットマネジメント株式会社が作成した日本語版であり、特定商品の勧誘資料ではなく、推奨等を意図するものでもありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社および日興アセットマネジメントのファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。資料中において個別銘柄に言及する場合がありますが、これは当該銘柄の組入れを約束するものでも売買を推奨するものでもありません。当資料の情報は信頼できると判断した情報に基づき作成されていますが、情報の正確性・完全性について弊社および日興アセットマネジメントが保証するものではありません。当資料に掲載されている数値、図表等は、特に断りのない限り当資料作成日現在のものです。また、当資料に示す意見は、特に断りのない限り当資料作成日現在の見解を示すものです。当資料中のグラフ、数値等は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。当資料中のいかなる内容も、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。なお、資料中の見解には、弊社および日興アセットマネジメントのものではなく、著者の個人的なものも含まれていることがあり、予告なしに変更することもあります。日興アセットマネジメントヨーロッパリミテッドは、日興アセットマネジメント株式会社のグループ会社です。