

欧州銀行株安:我々の見解

UBS House View - CIO Alert

Mark Haefele, Global Chief Investment Officer GWM, UBS AG

何が起きたか？

15日の世界の株式市場は、欧州の銀行株が急落を主導した。S&P500種株価指数は0.7%、ストックス欧州600指数は2.9%、セクター別指数のストックス欧州600銀行株指数は6.9%下落した。

米国シリコンバレーの中堅銀行の破綻を受けて、欧州銀行セクターの地合いは既に悪化していた。だが、経営不安の高まった某スイス金融大手について筆頭株主が追加出資が必要となっても応じないと述べたことが嫌気され、金融セクター全体が下落した。

債券市場は、中央銀行がハト派寄りの姿勢に転じることを素早く織り込んだ。ドイツ2年国債利回りは48ベースポイント(bp)低下(価格は上昇)したほか、スイス2年国債利回りは35bp、米2年国債利回りは36bp低下した。欧州中央銀行(ECB)は16日に理事会を開催する予定で、事前には50bpの利上げが広く予想されていた。スイス国立銀行(中央銀行)と米連邦準備理事会(FRB)は来週それぞれ金融政策を発表する。投資家の安全資産への逃避の動きから、米ドルもまた対ユーロで急騰した。

経緯

先週の米銀の破綻をきっかけに、市場は、相互に関連しあう異なる3つの問題に直面している。銀行のソルベンシー(支払い能力)、流動性、および収益性だ。

端的に言えば、銀行のソルベンシーに対する懸念は行き過ぎであり、大半の銀行は強固な流動性を維持していると我々は考える。したがって、大部分の金融機関の預金者は十分に保護される。だが、資金調達への逼迫が長期間続き、銀行セクターに対する収益悪化懸念が高まれば、一部の銀行には中央銀行の流動性支援が必要になるかもしれない。

銀行のソルベンシー:銀行の資産が負債をどの程度上回っているかは、銀行の基本的な預金返済能力を表すものであり、預金者や規制当局の重要な指標である。米銀を破綻に追い込んだ要因だ。同銀は、資産のかなりの割合を債券投資に充てていたが、そうした保有債券の価格がその後下落した。同銀は預金引き出しに応じるために資産を売却せざるを得なくなり、そこでこの脆弱性が露見したのだ。

だが、その他大部分の銀行では、ソルベンシーは問題にならないと考える。とりわけ、「グローバルなシステム上重要な銀行(G-SIB)」は、2008年の世界金融危機以降、経済のストレスシナリオ下でも負債を上回る十分な資産を保有するよう厳しく規制されているため、ソルベンシーが問題になることはないだろう。また、G-SIBは会計処理上「売却可能(AFS)」に分類された証券を、規制資本要件に対して定期的に時価評価していることも覚えておきたい。

銀行の流動性:銀行が期日どおりに負債を返済できる確度もまた、重要な指標だ。規制当局は、外部からの資金調達が一時的に難しい時期にあっても銀行が期日に負債を返済する能力を、定期的にテストしている。だが仮に、銀行が預金維持や金融機関から取引先として十分な信頼を持続的に得られなければ、やはり流動性危機が発生する可能性がある。これが最終的に銀行が債権者に債務を返済する能力(ソルベンシー)に必ずしも影響するわけではないが、資産と負債の期間のミスマッチを解消するために「最後の貸し手(中央銀行)」の介入が必要になる場合もある。

米連邦預金保険公社(FDIC)による預金保護と、資金が必要な銀行へのFRBによる貸付という最近の対応は、米銀のみならず、米国に支店を持つ外銀の流動性リスクを解消するとみられる。スイス国立銀行は15日の取引時間後に「必要があれば流動性を供給する用意がある」と発言したものの、米国のような対応策が発表されなかったことが、取引時間中に欧州銀行セクターの地合いが弱んだ要因である。

銀行の収益性: 銀行の収益が費用を持続的に上回る度合いを表す指標も重要だ。なぜなら収益性は、銀行が株主と資本の提供者に持続的にリターンを提供する能力を表すからだ。

金利上昇が純金利収入の増加により収益性を押し上げるとの期待から、欧州銀行株は年初から 2 割以上上昇している。また、15 日の急落後でさえも、銀行セクターのリターンは年初来でまだ僅かにプラス圏にある。

とはいえ、収益性に対する逆風が高まっていることは認めざるを得ない。一部の銀行は預金流出リスクを抑えるために預金金利をさらに引き上げざるを得ず、取引先金融機関も一段と高いリターンを要求して資金調達コストが上昇するだろう。銀行は流動性を引き上げるために新規融資を制限する可能性があり、景気見通しの悪化から銀行が貸倒引当金を積み増す必要があるかもしれない。

投資見解

主要銀行のソルベンシーへの懸念は過剰反応と考える。堅固な資本基盤、規制当局による G-SIB に対する厳しい監督から、主要銀行にソルベンシー問題が発生するとは考えにくい。FDIC と FRB による措置は米銀や米国に拠点のある外銀の流動性リスクを緩和するだろう。大半の欧州銀行の流動性ポジションも潤沢である。よって、多くの金融機関の預金者に対するリスクは非常に低いと考える。

一方で、資金調達条件が厳しくなることで、ごく一部の銀行で流動性リスクが上昇するだろう。また、全体的に銀行の収益性にはマイナス要因になるだろう。株式市場では、銀行株の保有割合がベンチマーク(MSCI オールカントリー・ワールド指数の金融セクターの割合は約 15%)を上回る投資家は、他のセクターに超過分を振り分けて分散を図ることが重要だ。我々は欧州金融セクターに対し中立、米国金融セクターをアンダーウェイトとする。

債券市場では、現在の状況下では高クオリティ債(高格付債、投資適格債)が魅力的とみる。現金を保有の投資家は債券投資によって信用リスクを分散し、金利見通しが不透明な時に利回りを固定することができる。我々は高格付債と投資適格債を推奨する。ディフェンシブ性の高い債券テーマは、最近の足元の金利下落に対して大幅上昇をみせた。市場が景気後退シナリオや将来の大幅な金利引き下げの可能性をさらに織り込めば、同テーマのリターンはさらに伸びるだろう。

株式では、米国株式をアンダーウェイトとする。FRB はインフレ、経済と金融システムの安定へのリスクのバランスで一層難しい政策のかじ取りを迫られており、ソフトランディングに成功する可能性が低下している。よって、我々は新興国株式を推奨する。米国株式より割安で、中国の経済再開が追い風となっている。セクター別では、グローバル生活必需品を選好する。相対的に業績モメンタムが強まっているためだ。また、株価下落対策として元本確保戦略も有効と考える。

通貨では、短期的には米ドルが安全資産を求める投資家の資金を引き付けるだろうが、米ドルは割高であり、長期的には大半の G10 通貨に対し弱含むだろう。よって、金融危機のリスクを懸念する投資家は、スイス・フランや金(gold)などの伝統的な安全資産への分散を検討することができる。リスク選好度が高い投資家には、FRB は欧州中央銀行(ECB)ほど積極的に金融引き締めをしそうにないとの見方から、ユーロを推奨する。米国の銀行システムをめぐる問題が発生した中でも中国の内需中心の景気回復が続くと考える投資家には、豪ドルを推奨する。

非伝統的資産

本レポートでは非伝統的資産投資に関する一般的な情報を提供していますが、これらの金融商品の勧誘等を行うものではなく、弊社では取り扱いのない金融商品を勧誘することはありません。また、お客様個人に特有の投資目的、財務状況、投資経験、等を考慮したものではありませんので、お客様に適合しない投資に関する記述が含まれている可能性があります。

免責事項と開示事項

本レポートは、UBS チーフ・インベストメント・オフィス・グローバル・ウェルス・マネジメント(UBS Switzerland AG またはその関連会社)が作成したリサーチレポートをもとに、UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社(以下、「当社」)が翻訳・編集等を行い、作成したものです。英文の原文と翻訳内容に齟齬がある場合には原文が優先します。本レポートが英文で作成されている場合は、英語での内容をお客様ご自身が十分理解した上でご投資についてはご判断していただきますようお願いいたします。なお、本レポートは、当社のほか、UBS 銀行東京支店を通じて配布されることがあります。

本レポートは情報提供のみを目的としたものであり、投資やその他の特定商品の売買または売買に関する勧誘を意図したのではなく、金融商品取引法に基づいた開示資料ではありません。また、お客様に特有の投資目的、財務状況等を考慮したものではありません。銘柄の選定はお客様ご自身で行って頂くようお願い致します。

本レポートに掲載された情報や意見はすべて当社が信頼できると判断した情報源から入手したものです。その正確性または完全性については、明示・黙示を問わずいかなる表明もしくは保証もいたしません。本レポートに掲載されたすべての情報、意見、価格は、予告なく変更される場合があります。過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。本レポートに記載されている資産クラスや商品には、当社で取り扱っていないものも含まれることがあります。

一部の投資は、その証券の流動性が低いためにすぐには現金化できない可能性があり、そのため投資の価値やリスクの測定が困難な場合があります。先物およびオプション取引はリスクが高いと考えられ、一部の投資はその価値が突然大幅に減少する可能性があり、現金化した場合に損失が生じたり、追加的な支出が必要になったりする場合があります。また、為替レートの変動が投資の価格、価値、収益に悪影響を及ぼす可能性があります。金融商品・銘柄の選定、投資の最終決定は、お客様ご自身のご判断により、もしくは、自ら必要と考える範囲で法律・税務・投資等に関する専門家にご相談の上でのお客様のご判断により、行っていただきますようお願いいたします。また当社では税務、法務等の助言は行いません。

金融商品取引法による業者概要及び手数料・リスク表示

商号等： UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 3233 号

加入協会： 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会

当社における国内株式等の売買取引には、約定代金に対して最大 1.10% (税込)、外国株式等の売買取引には、約定代金に対して最大 1.375% (税込) の手数料が必要となります。ただし、金融商品取引所立会内取引以外の取引(店頭取引やトストネット取引等の立会外取引、等)を行う場合には、個別にお客様の同意を得ることによりこれらを超える手数料を適用する場合があります。この場合の手数料は、市場状況、取引の内容等に応じて、お客様と当社の間で決定しますので、その金額等をあらかじめ記載することはできません。これらの株式等の売買取引では手数料に消費税が加算されています。外国株式の取引には国内での売買手数料の他に外国金融商品市場での取引にかかる手数料、税金等のお支払いが必要となります。国により手数料、税金等が異なります。株式は、株価の変動により損失が生じるおそれがあります。外国株式は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。不動産投資信託は、組み入れた不動産の価格や収益力などの変化により価格が変動し損失が生じるおそれがあります。

当社において債券(国債、地方債、政府保証債、社債、等)を当社が相手方となりお買い付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外国債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

当社における投資信託のお取引には、直接ご負担いただく手数料としてお申込み金額に対して最大 3.3% (税込) の購入時手数料がかかります。また、換金時に直接ご負担いただく費用として、国内投資信託の場合、換金時の基準価額に対して最大 0.3% の信託財産留保額を、外国投資信託の場合、換金時の一口当たり純資産価格に対して最大 5.0% の買戻手数料をご負担いただく場合があります。投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用として、信託財産の純資産総額に対する運用管理費用(信託報酬)(国内投資信託の場合、最大 2.20% (税込、年率)、外国投資信託の場合、最大 2.75% (年率))のほか、運用成績に応じた成功報酬をご負担いただく場合があります。また、その他の費用を間接的にご負担いただく場合があります。その他費用は運用状況等により変動するものであり、事前に料率・上限額等を示すことができません。投資信託は、個別の投資信託ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。上記記載の手数料等の費用の最大値は今後変更される場合がありますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくお読みください。投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とするため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動し、損失が生じるおそれがあります。

「UBS 投資一任運用サービス(以下、当サービス)」のお取引には、投資一任契約の運用報酬として、お客様の契約期間中の時価評価額に応じて年率最大 2.20%(税込)をご負担いただきます。その他、投資対象となる投資信託に係る運用管理費用(信託報酬)や諸費用等を間接的にご負担いただきます。また、外国株式の売買その他の取引については、取引毎に現地取引(委託)手数料、外国現地取引所取引手数料および外国現地取引所取引税などの現地手数料等が発生し、これらの金額は個別の取引の決済金額に含まれます。運用報酬以外のこれらの費用等の合計額は運用状況により異なるため、事前にその料率・上限等を示すことができません。当サービスによる運用は投資一任契約に基づく運用を行いますので、お受取金額が投資元本を下回ることがあります。これらの運用の損益はすべてお客様に帰属します。

外貨建て有価証券を円貨で受払いされる場合にかかる為替手数料は、主要通貨の場合、当社が定める基準為替レートの 0.5%または 0.5 円のどちらか大きい方を上限とします。非主要通貨の場合には、基準為替レートの 1%を上限とします。

UBS 銀行東京支店が提供する金融商品等に関する留意事項

外貨預金契約に手数料はありません。預入時に他通貨から預け入れる場合、あるいはお受取時に他通貨に交換する場合には、本契約とは別に為替取引を行って頂く必要があり、その際には為替手数料を含んだレートが適用されます。外貨預金には、為替変動リスクがあります。為替相場の変動により、お受取時の外貨金額を円換算すると、当初払い込み外貨金額の円換算額を下回る(円ベースで元本割れとなる)リスクがあります。

その他のご留意事項

当社の関係法人である UBS AG および UBS グループ内の他の企業(またはその従業員)は随時、本資料で言及した証券に関してロングまたはショート・ポジションを保有したり、本人または代理人等として取引したりすることがあります。あるいは、本資料で言及した証券の発行体または発行体の関連企業に対し、助言または他のサービスを提供することもあります。

©UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社 2023 すべての権利を留保します。事前の許可なく、本資料を転載・複製することはできません。また、いかなる理由であれ、本レポートを第三者に配布・譲渡することを禁止します。UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社は、本レポートの使用または配布により生じた第三者からの賠償請求または訴訟に関して一切責任を負いません。

金融商品仲介業務を行う登録金融機関および銀行代理業務の業務委託契約に基づく銀行代理業者
 商号等： 三井住友信託銀行株式会社 登録金融機関 関東財務局長(登金)第 649 号
 加入協会： 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会

金融商品仲介業務を行う金融商品仲介業者
 商号等： UBS SuMi TRUST ウェルス・アドバイザー株式会社 関東財務局長(金仲)第 898 号